金融学会会報

2009 年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　：　**2009 年 11 月 7 日（土）・8 日（日）**

会　場　：　**香川大学　幸町南キャンパス（法・経済学部）**
（〒760-8523　　高松市幸町 2-1）
最寄り駅は JR 高松駅。会場までの交通案内は、最終頁をご参照ください。

連絡先　：　日本金融学会 2009 年度秋季大会事務局

〒760-8523
高松市幸町 2-1　　香川大学　経済学部
藤井　宏史　　TEL : 087-832-1845　FAX : 087-832-1952
E-mail : fujii@ec.kagawa-u.ac.jp
井上　貴照　　TEL : 087-832-1844　FAX : 087-832-1952
E-mail : inouet@ec.kagawa-u.ac.jp

当日連絡先　090-4975-4755

お知らせ

○大会参加費：無　料

○懇　親　会：11 月 7 日（土）18 時 10 分より、大会会場近くの建物（大学会館）にて行います。ぜひご参加ください。

参加を希望される方は、**懇親会費（5,000 円）**を同封の振込用紙にて**10 月 5 日（月）まで**にお振込み下さい。

― なお、当日お支払いの場合には 5,500 円を頂戴致します。

○昼　　食：**お弁当（1 食 1,000 円）**をご希望の方は、同封の振込用紙にて**10 月 5 日（月）まで**にお振込み下さい。当日の受付は致しません。

昼食会場は、上記懇親会会場と同じく大学会館です。

― 学会当日は、学内の食堂が営業しておりますが、できるだけお弁当をご注文願います。なお大学周辺で当日営業している、うどん店、食堂・レストランは少ないので、混雑が予想されます。

○ア ク セ ス：会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照下さい。

駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用ください。

○セ ッ シ ョ ン：自由論題の各報告は、報告者の報告時間 25 分、コメント 10 分、質疑応答 10 分の合計 45 分となります。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。

また、開始時間は 11 月 7 日（土）・8 日（日）ともに 9 時 30 分です。

○宿 泊 施 設：各自でお手配願います。なお、同封の宿泊案内をご参照下さい。

＊インターネットをご利用の方は、ＪＴＢ高松支店に、下記の宿泊申込みＵＲＬを開設していただきましたので、ぜひご利用ください。

https://amarys-jtb.jp/kinyuu

○そ　の　他：・当日のコピー・サービスは、一切行いません。

（当日配布される資料については、各自で事前にご準備下さい）

・本大会準備委員会の方針として出席者名簿の配布は致しません。

・本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。

ホームページには要旨集のみ掲載致します。

・本大会においても要旨集の印刷配布は行われません。必要とされる要旨を、ホームページからダウンロードしてご利用下さい。

・本大会は、財団法人 高松観光コンベンション・ビューローから補助金交付を受ける予定です。

日本金融学会 2009 年度秋季大会

プログラム

第 1 日　11 月 7 日（土）

受付開始　　8：50～

1. 金融史パネル　〈9:30～11:45〉

C会場（第 31 講義室）

1960 年代の国際通貨・金融システム：国際金融史の視点から

座長　　首都大学東京　矢 後 和 彦　氏

(1) 1960 年代における G10 と国際的準備システム改革
報告者　グラスゴー大学　Catherine Schenk　氏

(2) 英系国際銀行と初期のユーロダラー市場
報告者　　東北大学　菅 原　　歩　氏

(3) 国際通貨・金融システムにおける日本と中国：BIS の視点から
報告者　　国際決済銀行　Piet Clement　氏

2. 自由論題　〈9:30～11:45〉

A会場（第 11 講義室）

セッション：金融機関 I

座長　　東京大学　福 田 慎 一　氏

(1) ビッグバンは保険市場を競争的・効率的にしたか
報告者　　武蔵大学　茶 野　　努　氏
討論者　　名古屋大学　家 森 信 善　氏

(2) Russell モデルに基づく銀行業の効率性について
報告者　　青森公立大学　國 方　　明　氏
討論者　　札幌学院大学　播 磨 谷 浩 三　氏

(3) 日本における銀行業の競争度：再考

報告者　大東文化大学　郡 司 大 志　氏
※法政大学大学院　三 浦 一 輝　氏
討論者　神戸大学　内 田 浩 史　氏

B会場（第 21 講義室）

セッション：金融政策と貨幣集計量・資産価格

座長　上智大学　竹 田 陽 介　氏

(1) GDP ギャップ安定化に向けた金融政策：バブルに対するフォワード・ルッキングな政策

報告者　青山学院大学大学院　舟 島 義 人　氏
※青山学院大学　宮 原 勝 一　氏
討論者　甲南大学　中 島 清 貴　氏

(2) Regional (very narrow) Money-Output Relationship:
Panel Cointegration and Structural Breaks※

報告者　筑波大学　永 易　淳　氏
討論者　神戸大学　宮 尾 龍 蔵　氏

(3) Individual Stock Returns and Monetary Policy: Evidence from Japanese Data※

報告者　神戸大学　柴 本 昌 彦　氏
討論者　大阪大学　小 川 一 夫　氏

D会場（第 22 講義室）

セッション：金融経済の実証

座長　明治大学　北 岡 孝 義　氏

(1) 日本の財政の持続可能性についての検証

報告者　神戸大学　藤 井 隆 雄　氏
討論者　学習院大学　細 野　薫　氏

(2) 電子マネーの普及と今後の小額決済サービス： マクロ・ミクロデータによる実証分析

報告者　九州大学　中田 真佐男　氏
討論者　一橋大学　北 村 行 伸　氏

(3) わが国におけるサービス消費支出と異時点間代替弾力性

報告者　岡山商科大学　小 塚 匡 文　氏
討論者　日本銀行　中 川　忍　氏

Ｅ会場（第 32 講義室）

セッション：国際金融Ⅰ

座長　関西大学　高屋定美　氏

(1) 市場別価格設定行動と通貨バスケット政策

報告者　一橋大学大学院　中村周史　氏
討論者　関西大学　敦賀貴之　氏

(2) Analysis on β and σ Convergences of East Asian Currencies※

報告者　一橋大学大学院　吉見太洋　氏
討論者　富山大学　北村能寛　氏

(3) 中東欧「危機」の構造と政策対応

報告者　西武文理大学　松澤祐介　氏
討論者　龍谷大学　Krawczyk Mariusz Konrad　氏

Ｆ会場（第 23 講義室）

セッション：アジアの金融

座長　広島大学　矢野順治　氏

(1) 新興国における公的債務管理のあり方：公的債務管理ガイドラインからの考察

報告者　東洋大学　中川利香　氏
討論者　広島大学　小松正昭　氏

(2) ベトナム上場企業の資金調達構造の決定要因

報告者　一橋大学　奥田英信　氏
一橋大学大学院　Lai Thi Phuong Nhung　氏
討論者　早稲田大学　首藤　惠　氏

(3) インドネシア経済：世界金融危機の波及と政策対応

報告者　日本政策金融公庫国際協力銀行　増田　篤　氏
日本政策金融公庫国際協力銀行　大重　斉　氏
討論者　慶應義塾大学　吉野直行　氏

3. 会長講演 〈11:50～12:35〉

C会場（第 31 講義室）

バブルと金融危機：行動経済学的アプローチ※

講演者　日本金融学会会長　筒井　義郎　氏

4. 昼食 〈12:35～13:35〉

場所：大学会館

5. 金融政策パネル 〈13:35～15:50〉

C会場（第 31 講義室）

金融政策分析の最近の潮流と金融危機

座長　神戸大学　宮尾龍蔵　氏

(1) 政策運営の視点から評価したニューケインジアンモデルの意義と限界：
世界的な信用拡張とその後の金融危機を踏まえて（仮題）
報告者　日本銀行　木村　武　氏

(2) 金融危機がもたらしたマクロ経済学上の課題
報告者　経済産業研究所　小林慶一郎　氏

(3) 「第三の道」：金融政策分析の回顧と展望
報告者　上智大学　竹田陽介　氏

6. 自由論題 〈13:35～15:50〉

A会場（第 11 講義室）

セッション：金融機関Ⅱ

座長　麗澤大学　中島真志　氏

(1) 自己資本比率規制における規制基準についての一考察：
地銀における国際統一基準と国内基準の並存の問題点について
報告者　農林中金総合研究所・中央大学大学院　矢島　格　氏
討論者　鹿児島大学　永田邦和　氏

(2) How Does the Stability of Loan Relations Depend on its Duration?:
Evidence from Firm- and Bank-Level Data ※

報告者　日本政策投資銀行　宮 川 大 介　氏
討論者　札幌学院大学　播 磨 谷 浩 三　氏

B会場（第 21 講義室）

セッション：ファイナンス

座長　中央大学　高 橋 豊 治　氏

(1) 経営者の意思決定と配当政策：自社株買いと現金配当の選択

報告者　中央三井アセット信託銀行　大 森 孝 造　氏
神奈川大学　土 村 宜 明　氏
横浜国立大学　倉 澤 資 成　氏
討論者　慶應義塾大学　金 子　隆　氏

(2) 負債構成と資本構成：銀行負債の再交渉に着目して

報告者　慶應義塾大学大学院　富田　信太郎　氏
慶應義塾大学大学院　池 田　直 史　氏
慶應義塾大学　辻　幸 民　氏
討論者　※ 専修大学　手 嶋　宣 之　氏

D会場（第 22 講義室）

セッション：金融経済の理論

座長　関西大学　宇 惠 勝 也　氏

(1) 生産性の戦略的補完性と銀行の貸出行動：
間接金融から直接金融への移行を内生的に説明するモデル

報告者　一橋大学　保 原 伸 弘　氏
討論者　神戸大学　藤 原 賢 哉　氏

(2) 自己資本比率規制による資産価格の変化と最適なリスク・ウェイト

報告者　一橋大学大学院　山 城　健　氏
討論者　東京経済大学　安 田 行 宏　氏

(3) Note on Modelling of Suicide under a Borrowing Constraint within a Framework of Real Options Models※

報告者　関西大学　鈴 木 智 也　氏
討論者　立命館大学　堀　敬 一　氏

Ｅ会場（第 32 講義室）

セッション：国際金融Ⅱ

座長　一橋大学　小 川 英 治　氏

(1) 日本の貿易収支構造の変化

報告者　神戸大学大学院　山 本 周 吾　氏
討論者　※東洋大学　川﨑 健太郎　氏

(2) Hamburger Prices and Globalization※

報告者　大阪経済大学　福 本 幸 男　氏
討論者　明星大学　中 田 勇 人　氏

Ｆ会場（第 23 講義室）

セッション：国際金融の現状

座長　九州大学　岩 田 健 治　氏

(1) 新しいマネーセンター「中東」を巡るマネーフローとその影響

報告者　三菱東京 UFJ 銀行　宿 輪 純 一　氏
討論者　中央大学　根 本 忠 宣　氏

(2) マレーシアのイスラム投資信託とシャリーア適格株式

報告者　東京外国語大学　福 島 康 博　氏
討論者　東洋大学　中 川 利 香　氏

(3) IMF 改革の現状と課題　：本当に変わったのか？

報告者　愛媛大学　大 田 英 明　氏
討論者　京都大学　岩 本 武 和　氏

7. 特別講演　〈16:00～17:00〉

Ｃ会場（第 31 講義室）

世界金融危機後の証券市場について（仮題）

司　会　慶應義塾大学　吉 野 直 行　氏
講演者　東京証券取引所グループ社長　斉 藤　惇　氏

8. 総　会 〈17:10～17:50〉

Ｃ会場（第 31 講義室）

9. 懇親会 〈18:10～20:10〉

会場：大学会館

第 2 日　11 月 8 日（日）

受付開始　　9：00～

1. 国際金融パネル　〈9:30～11:45〉

C会場（第 31 講義室）

グローバル・インバランスと世界金融危機

座長　　神戸大学　藤 田 誠 一　氏

(1) グローバル・インバランスの再検討

報告者　　中央大学　田 中 素 香　氏

(2) 円キャリー・トレード、グローバル・インバランス、世界金融危機

報告者　　神戸大学　岩 壷 健 太 郎　氏

(3) 世界経済危機とグローバル・マネーの変動：国際経済秩序へのインプリケーション

報告者　　慶應義塾大学　白 井 さ ゆ り　氏

討論者　　龍谷大学　竹 中 正 治　氏

討論者　　日本総合研究所　清 水　聡　氏

2. 自由論題　〈9:30～11:45〉

A会場（第 11 講義室）

セッション：日本の地域金融

座長　　名古屋大学　家 森 信 善　氏

(1) 地域銀行のコーポレート・ガバナンスに関する分析

報告者　　早稲田大学大学院　森　祐 司　氏

討論者　　日本政策投資銀行　花 崎 正 晴　氏

(2) 景気拡大期における全国信用金庫の利鞘分析

報告者　　大阪産業大学　石 橋 尚 平　氏

討論者　　信州大学　青 木 達 彦　氏

(3) 地域金融の振興と地方銀行の役割などについての研究

報告者　　玉川大学　高 千 穂 安 長　氏

討論者　　愛知大学　奥 野 博 幸　氏

B会場（第 21 講義室）

セッション：ファイナンスと資産選択

座長　東北福祉大学　鴨池　治　氏

(1) 家計の資産選択行動における学歴効果の再考

報告者　一橋大学　北村行伸　氏
一橋大学大学院　内野泰助　氏
討論者　成城大学　村本　孜　氏

(2) Are Chinese Stock Investors Watching Tokyo?:
An Analysis with Intraday High-Frequency Data※

報告者　関西学院大学　平山健二郎　氏
大阪大学　筒井義郎　氏
討論者　上智大学　川西　諭　氏

D会場（第 22 講義室）

セッション：中国の金融

座長　横浜市立大学　随清遠　氏

(1) 中国企業の海外直接投資のパターンと決定要因について

報告者　秋田県立大学　宮本道子　氏
秋田県立大学大学院　魯欣　氏
秋田県立大学　嶋崎善章　氏
討論者　専修大学　計聡　氏

(2) 中国の保険業における規模の経済性と競争度

報告者　東京大学　袁媛　氏
関東学院大学　松田琢磨　氏
討論者　千葉商科大学　鯉渕賢　氏

E会場（第 32 講義室）

セッション：アメリカの金融

座長　岡山大学　西垣鳴人　氏

(1) 米国における ABL の市場動向と、その底流にある考え方：
借手企業の事業継続を重視する濃密な関係性の構築

報告者　日本政策金融公庫　海上泰生　氏

討論者　　中央大学　根 本 忠 宣　氏

(2) Global Financial Crisis and US Interest Rate Swap Spreads※

報告者　　新潟大学　伊 藤 隆 康　氏
討論者　　近畿大学　安孫子勇一　氏

(3) シャドーバンキングの発展とヘッジファンド

報告者　　埼玉大学　関 村 正 悟　氏
討論者　　国士舘大学　野 下 保 利　氏

3. 昼食 〈11:45～12:45〉

場所：大学会館

4. 共通論題 〈12:45～15:15〉

C会場（第 31 講義室）

世界金融危機後の金融規制

座長　　神戸大学　宮 尾 龍 蔵　氏

(1) 国際金融危機の原因と金融規制改革のあり方

報告者　　一橋大学　武 田 真 彦　氏

(2) 世界金融危機と国際社会の対応：G20 金融サミット等の成果と金融規制改革

報告者　　財務省国際局長　中 尾 武 彦　氏

(3) 日本のプルーデンス政策

報告者　　明治大学　黒 田 晃 生　氏

討論者　　神戸大学　地 主 敏 樹　氏
討論者　　慶應義塾大学　池 尾 和 人　氏

（プログラム委員会）

井 上 貴 照（香川大学）
宇 惠 勝 也（関西大学）
鴨 池　 治（東北福祉大学）
佐 藤 政 則（麗澤大学）
高 屋 定 美（関西大学）
中 島 真 志（麗澤大学）
福 田 慎 一（東京大学）
藤 田 誠 一（神戸大学）
矢 野 順 治（広島大学）
吉 野 直 行（慶應義塾大学）
岩 田 健 治（九州大学）
小 川 英 治（一橋大学）
北 岡 孝 義（明治大学）
高 橋 豊 治（中央大学）
竹 田 陽 介（上智大学）
西 垣 鳴 人（岡山大学）
藤 井 宏 史（香川大学）
宮 尾 龍 蔵（神戸大学）
家 森 信 善（名古屋大学）

（2009 年 9 月 18 日付けプログラムの訂正・修正）
①学会員向けに郵送したプログラムにおいて、全報告の報告タイトルを日本語で表示していました。従来の慣例に従って、希望報告タイトルが英語であったものについて、タイトルを英語での表示に修正しました。
②金融機関Ⅰの第３報告の共同報告者に記載漏れがありました。法政大学大学院　三浦一輝氏を追加記載しました。
（2009 年 10 月 9 日付けプログラムの訂正・修正）
①報告タイトルの変更
　(1)会長講演（1 日目午前）：
＜日本語＞
古：行動経済学と金融（仮題）
新：バブルと金融危機：行動経済学的アプローチ
　(2)国際金融パネル(8 日午前)の白井さゆり氏の報告(3)：
＜日本語＞
古：ドルの役割について
新：世界経済危機とグローバル・マネーの変動：国際経済秩序へのインプリケーション
②日本語氏名の誤記訂正
　(1)「ファイナンス」セッション(7 日午後)報告(2)の討論者：
誤：手島宣之氏
正：手嶋宣之氏
　(2)「国際金融Ⅱ」セッション(7 日午後)報告(1)の討論者：
誤：川崎健太郎氏
正：川﨑健太郎氏
③７日午前Ｂ会場の「金融政策と貨幣集計量・資産価格」セッションの第１報告の共同報告者に記載漏れがありました。青山学院大学宮原勝一氏を追加記載しました。

訂正部分には※が付加されています。

〈金融史パネル〉

1960 年代の国際通貨・金融システム――国際金融史の視点から

オーガナイザー　矢後和彦（首都大学東京）

パネルの趣旨：

国際金融史上の 1960 年代は、ブレトンウッズ体制のパッチワークが試みられた時代であり、ブレトンウッズ体制の終末期、また来るべき変動相場制への過渡期として、やや消極的な位置づけを与えられてきたようである。しかしながら、近年の国際通貨制度をめぐる改革論議の原型はこの 1960 年代に胚胎しており、国際銀行や国際金融機関も当該期に重要な経験を蓄積している。本パネルでは、G10（シェンク報告）、英系国際銀行（菅原報告）、BIS（クレメント報告）という３つの視点から、1960 年代における国際金融システム、とりわけその改革をめぐる論議と経験を歴史的に再評価することをこころみる。なお、シェンク報告とクレメント報告は英語でおこなう。

〈金融史パネル〉

The G10 and Reform of the Global Reserves System in the 1960s

University of Glasgow　Catherine Schenk

During the 1960s and early 1970s the G10 group of countries identified through the IMF General Agreements to Borrow led the process of reforming the international monetary system, and in particular the global reserves system. This involved managing the decline of sterling as a reserve currency so as to avoid precipitating a systemic crisis that would end the Bretton Woods pegged exchange rate system as well as devising ways to replace the use of national currencies (in particular the US dollar) as international reserve currencies. Although the intensive and prolonged discussions of this decade did not replace reserve currencies, the current financial crisis has refreshed interest in this issue. During the 2000s several countries accumulated large precautionary currency reserves mainly denominated in US dollars. The likelihood that this will be emulated by other countries in the wake of the current crisis has thrown the sustainability of the current global reserves system into question.

This paper explores the management of the retirement of a major reserve currency and why the proposals of the 1960s to replace national currencies failed in order to give perspective on similar proposals under discussion today.

〈金融史パネル〉

英系国際銀行と初期のユーロダラー市場

東北大学　菅原　歩

本報告は、初期のユーロダラー市場（1957-1963）につき、英系国際銀行 BOLSA に焦点をあてながら検討する。もとよりユーロダラー市場の最初期の段階についてはシェンク先生がつとに明らかにされている。そこで報告者は、最初期の市場における主要なアクターだったミドランド銀行と BOLSA のケースを比較することを試みる。続いて報告では、BOLSA の事例をユーロダラー市場が当時のグローバルなマクロ経済または金融政策に与えたインパクトという視野に位置づけることとする。

〈金融史パネル〉

The Ascendency of Asia.
Japan and China in the International Financial System

Bank for International Settlements Piet Clement

The integration of the newly developed economies in the international financial system, that has long been dominated by Europe and the USA, has been a theme for at least the past half century. Historically, there seems to be an important lag between a country acquiring the economic and financial weight that makes it 'systemically important', and the translation of that weight into direct influence in the international financial and monetary arena - a place at the table. Japan and China provide two interesting models of this process of global integration. In fact, in the field of international monetary cooperation, Japan's integration took place over a long period of time in stages: most importantly the 1890s, 1920s, 1960s and 1990s, while China's ascendency has been more rapid and continuous from the 1980s onward.

This contribution will look in particular at the role both Japan and China have played in international central bank cooperation, mainly through the BIS; and, at a very general level, how they have been able to influence international central bank cooperation and have been influenced by it. The focus will be on the 1960s (Japan) and 1980s-2000s (China).

ビッグバンは保険市場を競争的・効率的にしたか

武蔵大学　茶野　努

九〇年代半ば以降、ビッグバンによって保険分野での規制緩和も進んだ。保険市場の競争が促進され、保険業の効率性は向上したのか、その効果を検証した。戦後の保険規制の特徴は、銀行同様に護送船団方式による市場競争よりも業界の安定を重視するものであった。損保では料団法により価格カルテルが認められていた。しかし、九五年の保険業法改正で、規制緩和による競争促進・市場効率化（生損保の相互参入、商品・料率の規制緩和等）が打ち出された。さらに、日米保険協議の合意を受け、九八年に料団法が改正された。

戦後は「二〇社体制」と呼ばれる国内会社専有の時代が続いたが、七〇年代半ば以降外資を中心に緩やかな新規参入が相次ぎ、保険業法時の生損保相互参入時に会社数が急増した。ビッグバン後は、合併・買収により企業数が大幅に減少に転じた。ハーフィンダール・ハーシュマン指数をみると、損保では総資産・経常収益ともに大幅に上昇、生保に比べ急激に市場の集中化が進んでいる。市場構造・行動・成果仮説によれば、損保では競争状態が悪化する一方、生保は競争状態が変わらないか、緩やかながら好転していることになる。

そこで、市場競争度の指標である H 統計量を計測した。この値が０より小さければ独占、１であれば完全競争、０と１の間であればチェンバレンの独占的競争を意味する。ビッグバン前後の二期間に分けた推計の結果、生保の値は 0.430 と 0.434 でチェンバレン均衡の状態にあり、かつ競争度に変化が見られなかった。一方、損保の場合 0.112 と 0.777 でチェンバレン均衡にあるものの、ビックバン後は競争度が高まっており、より完全競争の状態に近づきつつあるという対照的な結果が得られた。

競争度の変化が効率性の改善に結びついたのかをみるため、DEA を使ったマルムクイスト指数を計測した。同指数は、各企業の効率性の上昇を示す「キャッチアップ効果」と、二時点間の効率的フロンティアの変化を表す「フロンティア・シフト効果」に分解できる。計測結果によると、損保の場合、ビッグバン前には効率性の低下が見られたが、ビッグバン後では効率性が大幅に上昇している。これに対して、生保の場合、両期間とも効率性は上昇しているものの、フロンティア・シフト効果を見ればむしろ低下している。この両業態の違いは、損保では合併・買収の対象となった保険会社が効率性の改善に大きな影響が及ぼしていて、経営改善に向けた前向きな合併・買収である一方、生保では経営破綻会社等の外資による救済合併・買収が多く、効率性の改善に結びついていないことによる。

以上、損保市場はビッグバン前の非競争的で効率性が損なわれていた状態から、価格カルテル撤廃によって競争が活発になり効率性が改善した。この点でビッグバンの効果を積極的に評価できる。一方、生保の場合、損保ほどには競争度、効率性が改善しておらず、ビッグバンの効果を評価しづらい。一層の競争促進を図るうえでは、チェンバレン均衡の特徴である製品差別化が問題となる。保険会社に対する消費者の情報劣位（情報の非対称性）によって、製品差別化戦略を通じた価格競争の緩和を行いやすいからである。

Russell モデルに基づく銀行業の効率性について

青森公立大学　國方　明

本論文は Russell モデルと呼ばれる Data Envelopment Analysis (DEA)のモデルを使って，2007 年度の第二地方銀行の効率性を計算する．DEA にはフロンティアの関数形を特定する必要がないといった利点がある．そのため DEA は近年，発展途上国における金融規制緩和の分析などに広く用いられている．そして先行研究の大部分は，CCR モデルなどのレイディアル・モデルを使って効率性を計算している．レイディアル・モデルとは，銀行が全生産要素を等しい率で縮減すれば効率的になると仮定する，DEA のモデルである．しかしこの仮定が成立せず，全生産要素が一定率縮減された後でも，銀行が特定の生産要素を浪費するかもしれない．この状況で銀行やその利害関係者がレイディアル・モデルで効率性を計算すると，効率性を過大評価したり，効率性を改善する対策を誤ったりしてしまうおそれがある．この問題を解決するため，本論文ではノンレイディアル・モデルの一種である Russell モデルから効率性を計算し, その値を CCR モデルの効率性と比較する．

本論文では以下の結論が得られた．まず Russell モデルから得られた効率性と，CCR モデルから得られた効率性の順位には，高度に有意な正の相関関係が有った．次に ROE と効率性の順位相関係数を計算すると，Russell モデル・CCR モデル共に有意に正だった．但し順位相関係数の値は Russell モデルの方が高かった．第 3 に各モデルから得られた効率性の分布は異なった．特に平均値・中央値を比べると，Russell モデルの効率性は CCR モデルの効率性よりも小さく，その差は有意だった．効率性の差は，労働と資本に関する浪費によると考えられる．最後に Tobit 分析の結果，Russell モデルと CCR モデルの推計結果は似ていたが，業務多角化の係数が異なった．

JEL Classification Codes: C14; D24; G21; L25

Keywords: Japanese regional banks; Data Envelopment Analysis (DEA); Nonradial model

日本における銀行業の競争度：再考

大東文化大学　郡司　大志
法政大学大学院　三浦　一輝

本稿は、Boone (2008, Journal of Institutional and Theoretical Economics 164, 587-611) によって提案された方法を用いて、日本における銀行業の競争度を推定する。都市銀行、地方銀行、および第二地方銀行のデータを用いて検証した結果、先行研究で得られた結果とおおむね同じであるものの、一時期においてはかなり異なる結果も見られた。特に、地方銀行では期間を通して競争度の変動は少ない一方、都市銀行では大きな変動があることが明らかとなった。

Keywords: 地方銀行; 都市銀行; 競争度; Boone Indicator
JEL classification codes: G21; L13; R51

GDPギャップ安定化に向けた金融政策：バブルに対するフォワード・ルッキングな政策

青山学院大学大学院　舟島　義人
青山学院大学　宮原　勝一

本稿では，バブル的な需要ショックを背景とし，「期待需要ショック」をモデルの変数として明示的に扱うことを試みた。その結果，持続的かつ変動的な需要ショックが発生した場合を想定したシミュレーションを行うことにより，金融政策当局が平常の金融政策ルールに基づいた政策と「フォワード・ルッキング」な政策を行った場合の比較・検討を行った。シミュレーション結果は，「フォワード・ルッキング」な政策を行うことにより，金融政策が GDP ギャップ･物価だけでなく，名目金利の安定にも寄与することを示すものとなった。

また，Structural VAR モデルによる実証分析では，日本における 90 年代以降の金融政策が，景気（GDP ギャップ）・物価に対するコントロール力を持ち得なかったことが明らかとなった。理論モデルによるシミュレーション結果と合わせて考えると，バブル時における早期の金融引き締め，またはバブル崩壊後におけるより早期の大幅な金融緩和を行うことにより，金融政策の影響力を上げることができ，さらに現在のような異常な低金利を回避できた可能性が示唆される。

Regional (very narrow) money-output relationship: panel cointegration and structural breaks

筑波大学　永易淳

This paper empirically studies the relationship between money and output using Japanese regional (prefectural) data from 1990 to 2005. Taking account of multiple breaks in the panel cointegration framework, we provide evidence of an unstable relationship and point out potential breakpoints which coincide with some historic events. However, these breaks are not the cause of the breakdown of this relationship since even when these breaks are considered, no evidence of cointegration is obtained from the panel data. Therefore, the standard model seems to be misspecified. Indeed, when this simple relationship is extended to include both wealth and other prefecture-specific factors, the model is found to be cointegrated. Finally, while our results are sensitive to the model specification, income elasticity stays between zero and one, and interestingly, industrial prefectures seem to raise the level of income elasticity.

JEL Classification: E41
Keywords: Money demand, panel cointegration, structural breaks

Individual Stock Returns and Monetary Policy: Evidence from Japanese Data

神戸大学　柴本 昌彦

本稿では、個別企業株価データを用いて株式市場に対する日本の金融政策効果を分析する。特に、個別企業株価収益率に対する金融政策効果の異質性が、金融政策波及効果と関連する企業属性によって説明できるかどうかを検定する。本稿の実証結果によると、予期されないコールレートの 1%の低下が、平均的な企業の株価を 3%有意に上昇させることが分かった。さらに、株価収益率に対する金融政策効果には異質性があり、資本集約度の高い、開放度の低い、レバレッジの高い、金利負担の高い、運転資金の低い企業に対して有意に大きい効果をもつことが分かった。

日本の財政の持続可能性についての検証

神戸大学　藤井　隆雄

本稿は、財政の持続可能性についてBohn(1998) の手法を用いて検証したものであり、特に90 年代以降に焦点を当てている。

日本の財政政策の持続可能性についての先行研究はこれまでもかなりあるが、その多くは単位根・共和分アプローチによるものであり、Bohn(1998)のアプローチを用いたものは少ない。よって、本稿は、先行研究と比して以下の4 点で発展させたものとなっている。

まず、Bohn(1998) の回帰式では説明変数として循環的変動部分(YVAR)が含まれているが、この変数の作成にあたって時系列的手法(HPフィルター) だけでなく、生産関数アプローチも用い、さらにまた、Mendoza and Ostry(2007) に従い、YVARの作成方法として2 種類を考えたため、結果、4 種類のYVARを構築し、結果の頑健性を確認している。

第2にこれまでは内生的に構造変化が考慮されたものが少ないため、鎮目(2007)に従い、逐次Chow 検定を行い、構造変化の検証を行った。

第3 にこれまでのBohn(1998) の手法を用いた先行研究においては債務残高の2 乗項部分の有意性があまり認められていないが、1999年に一般政府の債務残高がイタリアを抜き主要先進国中最悪の状況となったことを考えると、Bohn(1998)での問題意識のひとつ、すなわち、債務残高が増加した時に、基礎的財政収支をより改善させるかが重要になってくる。よって、2000 年以降のデータを含めて分析している本稿で再度、2 乗項部分に焦点を当てることにした。

最後は、第3 とも関係するが、その結果の頑健性を確認するため、説明変数の内生性も考慮した操作変数法を用いた推計も行った。

1983 年度から2006 年度までの年次データ、四半期データを用いて、国の一般会計について分析した結果は次の通りである。まず鎮目(2007)にならい逐次Chow 検定を行った結果、四半期データでは1992 年第1 四半期、年次データでは1991 年度を境に構造変化があったことが確認された。よって、標本期間を2 つに分けて分析を行った結果、前半部分では頑健な結果が得られず、持続可能かどうかは断定できない。一方、後半部分については、債務残高の2 乗項部分が有意に効いており、2002 年度を境に債務残高の基礎的財政収支に与える限界効果が正に転換している。つまり90 年代以降を考えると基礎的財政収支と債務残高の間に2 次関数の形状が見出され、財政は持続可能であると結論付けられる。

電子マネーの普及と今後の小額決済サービス：マクロ・ミクロデータによる実証分析

九州大学　中田 真佐男

2005 年 7 月、貨幣流通枚数の対前年同月比伸び率が初めてマイナスを記録した。2006 年 1 月にはいったんプラスの伸び率が回復されたものの、同年 12 月に再びマイナスに転じ、その後は一貫してマイナスの伸び率が続いている。近年の流通枚数の減少は、小額決済における貨幣の役割が低下したことを意味しているのだろうか？ 本稿では、電子マネーの普及が小額決済に及ぼす影響について理論的に整理するとともに、マクロデータとミクロデータを用いた実証分析によって電子マネーの普及が現金需要に及ぼす影響を検証した。あわせて、今後の小額決済サービスの制度的枠組みを考えていくうえで配慮すべき点について検討した。

まず、マクロ時系列データを用いたインパルス応答関数による実証分析からは、電子マネーの普及が進むと小額硬貨へのニーズが長期持続的に低下していくという結果が得られた。一方、銀行券については、10,000 円以外の紙幣に対して一時的なマイナスのインパクトは生じるものの、その効果は長期的には持続しないことが明らかになった。次に、福岡県の消費者を対象としたアンケート調査の結果を用いたミクロデータによる実証分析からは、電子マネーを頻繁に利用する消費者のうち過半数は、電子マネーの使用開始後も現金保有額を維持しているものの、現金決済の回数は減少させていることがわかった。また、一部の消費者は保有現金額も削減しており、平均的な削減割合は 36.2%であることが示された。さらに、保有現金額を削減する消費者は、額面の小さい硬貨と額面の大きい紙幣から順に保有枚数を減らしていることも明らかになった。

実証分析の結果によれば、電子マネーの普及がこれから進んだとしても、10,000 円紙幣については流通枚数は削減されない。ゆえに「金額」を評価基準とする限り、電子マネー決済は今後も現金をそれほど大きくは代替しないと考えられる。「金額」として大きな存在感を持たない以上、金融政策への影響は小さいであろう。しかし、現金を小額決済の「ツール」とみなし、額面を無視して「量（枚数）」を評価基準とすると、電子マネーの台頭は小額硬貨を中心として、今後は無視できない規模で現金を代替していく可能性がある。これまで小額決済ツールは公共財であり、民間に任せると過小供給となってしまうために、政府が「現金（主に硬貨）」という公的な小額決済ツールを供給して「市場の失敗」の是正を図ってきた。しかし、電子マネーの普及によって民業でも高質な小額決済サービスを提供できるようになると、政府はこれまでと同じ量（枚数）の現金を供給する必要がなくなっていく。電子マネーをはじめとする小額決済サービスの今後の枠組みを考えるにあたっては、利用者保護等の視点から事業者に規制を課すことはもちろん重要である。ただ、一方では小額決済サービスにおける「政府の失敗」が発生しないよう、小額硬貨の供給のあり方をはじめとして、公的関与の適切な水準を十分に意識することが重要だと思われる。

わが国におけるサービス消費支出と異時点間代替弾力性

岡山商科大学　小塚　匡文

この論文では、わが国におけるサービス支出の特徴について、異時点間代替弾力性に着目した、共和分アプローチによる実証研究を展開した。推定式は非耐久消費財支出とサービス消費支出を考慮した CRRA 型効用関数に基づくオイラー方程式である。サービス消費支出は、全消費支出の 5 割以上を占めるものであり、この消費動向の変化を検証することは、重要な貢献であると考えられる。推定の結果、1980 年代より 2000 年までのサービス支出については、その異時点間代替弾力性は有意でなかったが、90 年代以降をサンプル期間としたとき、有意に正であった。これは、90 年代に入って、消費されるサービスの質が変化し、一種の奢侈財となる「選択的サービス」が含まれるようになったことが背景にあると考えられる。

市場別価格設定行動と通貨バスケット政策

一橋大学大学院 日本学術振興会特別研究員　中村　周史

本稿では、現実にしばしば観測される市場別価格設定行動(Pricing to Market：PTM)を組み込んだ小国開放経済の確率的動学一般均衡モデルを新たに構築し、通貨バスケットの理論を整理、その構成通貨国ウエイトの決定について分析を行った。

従来の通貨バスケットの議論では、実効為替レートを安定化することで貿易収支を安定化しようという意図の下、構成通貨ウエイトにしばしば貿易量シェアが用いられていた。しかしながら、こうした決定は全ての貿易においてパススルーが完全であることを仮定した決定方法である。途上国を始めとし、実際によく観測される PTM を考えれば、パス・スルーは不完全なものであり、こうした構成通貨ウエイトの決定は適切であるとは言えない。

本稿ではこうした議論を理論モデルの下で整理し、PTM と通貨バスケット政策の関係について示している。その結果、一物一価の法則が完全に成立するような場合においては、貿易収支を目的とし、交易条件の安定化するという部分均衡で考える場合、従来の議論で採用されてきた貿易シェアを通貨バスケットのウエイトとする事で大国の金融政策の変更によるショックを打ち消す事が可能となる。すなわち、伝統的な通貨バスケットの理論は、一物一価の法則を仮定する限りにおいては、有効性を持つ事になる。

しかしながら、PTM が存在し、パス・スルーが不完全で一物一価の法則が成立しないようなケースでは、貿易シェアをウエイトに用いても、パス・スルーの不完全性によって生まれたギャップの影響が交易条件に残る事になり、完全には交易条件を安定化する事は出来ない。つまり、PTM によりパス・スルーが不完全な場合には、実質実効為替レートと交易条件の対応関係が完全ではなくなるため、パス・スルーが完全な場合と比べ貿易量シェアを用いる政策は貿易収支は不安定化してしまうことになるという結果が得られた。

Analysis on β and σ Convergences of East Asian Currencies

一橋大学大学院　吉見太洋

本論は 2000 年代以降における ASEAN+3（日本、中国、韓国）通貨の変遷について分析を加えたものである。本論は主に 2 通りの実証分析を試みている。第一に、Frankel and Wei (1994)の手法に基づいて、分析対象通貨と円・ドル・ユーロの主要通貨との連動性を検証した。本論の分析によれば、2001 年あるいは 2002 年以降において、いくつかの分析対象通貨とドルとの連動性は低下した。一方、通貨バスケット制に移行するという発表にも関わらず、中国当局が人民元の価値を依然としてドルに対して安定化させていたことが明らかになった。

第二に、Ogawa and Shimizu (2005)の開発した AMU（Asian Monetary Unit）および AMU DI（Deviation Indicator）を用いて、ASEAN+3 通貨の連動性が時系列的にどう変化してきたかを分析している。ここで AMU とは ASEAN+3 通貨の加重平均を表している。また AMU DI とは各国通貨の対 AMU レートが、そのベンチマーク年（2000 年と 2001 年の平均）の値から何%乖離しているかを表している。AMU DI が時系列的に収斂傾向にあれば、ASEAN+3 通貨の推移が収斂傾向にある、あるいは ASEAN+3 各国の通貨運営が協調傾向にあるとみなすことができる。

この収斂傾向を確認する方法として、本論ではβ収斂検定、σ収斂検定を採用する。β収斂検定は AMU DI に関するパネル単位根検定に対応している。したがってβ収斂検定において AMU DI の単位根の存在が棄却されれば、ASEAN+3 通貨の価値がそのベンチマークレートに収斂する傾向にあることになる。一方でσ収斂検定は AMU DI の分散が時系列的にゼロに収斂しているかどうかを見るものである。したがって、σ収斂検定によって AMU DI の単位根の存在が棄却されれば、AMU DI がその横断面方向の平均水準（時間を通じて変化）に対して収斂していることを意味する。

本論の分析によれば、少なくとも円キャリートレードの活発化した 2005 年初頭以降のほとんどすべてのケースにおいて、β収斂、σ収斂の存在が採択できない。これは円キャリートレードの活発化が円の急速な減価と韓国ウォンやタイバーツなどの急速な増価を促し、ASEAN+3 通貨全体の連動性を低下させたことに起因している。

中東欧「危機」の構造と政策対応

西武文理大学　松澤祐介

米国の「サブ・プライムローン問題」に端を発した世界的な金融危機が中東欧諸国にも影響を与えている。2004 年以降 EU に加盟した中東欧諸国ではハンガリー、ラトビア、ルーマニアが IMF からのスタンドバイ・クレジットを受ける事態に至り、ポーランドも予防的な措置として融資枠を要請、エストニアなどでも深刻な景気後退と金融不安を招いている。さらにその影響は資金の出し手であるオーストリア等西欧へ連鎖する可能性を帯びている。

今般の危機の構造を中東欧諸国の市場経済化から振り返ると、90 年代前半の市場経済移行期に「二層銀行制度」への転換・銀行新設が行われたが、旧国有企業への支援や銀行経営ノウハウの不足、監督機関の不備等で 90 年代末までにかけて各国で銀行危機が発生、その後、外資への売却等を通じた銀行の私有化等により金融システムは健全化されたが、経営面では一部国内資本も残ったものの、西欧の銀行子会社もしくはその支店網が支配的となっていった。金融システム健全化後は各国とも 2000 年代入り後は急速な信用膨張が観察された。背景には、供給面では世界的な低金利や金余り、需要面では中東欧諸国が比較的高成長を続けていたこと、加えてエストニア（カレンシー・ボード）、ラトビア（SDR、後にユーロペッグ）やハンガリー（中心値上下 15%での対ユーロペッグ）等は固定相場制採用で為替リスクも低く、EU 加盟申請後のカントリーリスク低下も追い風となって資金流入が続いた。貸出の内訳では、耐久消費財・住宅等の消費者向けローンや不動産向け貸出が伸び、低利の外貨建が伸長したことが特徴的であった。

この急速な信用膨張に対しては、90 年代の金融危機で停滞していた「金融深化」が進むプロセスと評価する向きもある一方、そのペースの速さに国際機関や学界からの警鐘も鳴らされてきた。2007 年頃からは景気減速や経常収支赤字が対 GDP 比 10%程度かそれを上回る国も現れ、固定相場制の維持が疑問視される一方、外貨建信用の満期のミスマッチ、国内不動産市況下落の顕現化、2008 年にはラトビア、エストニアで大手銀行の取り付け騒ぎが起こるなど銀行経営への不安も露呈した。危機の深化に対しては、2008 年秋以降ハンガリー、ラトビア、ルーマニアへの IMF のスタンドバイ・クレジットや EU が EIB や EBRD 等も協調した支援スキームを用意した。また、ローンのスイスフラン建比重が高いポーランド、ハンガリーではスイス国立銀行と通貨スワップ協定を締結した。

今般の中東欧の「危機」は各国の金融機関が直接サブ・プライム関連商品での損失を被ったものではなく、西欧の「母行」資本の下で拡張されてきた国内信用に起因するものである。従って各国の流動性問題については母行・母国の対応が鍵となるが、危機連鎖の中で母行の経営も厳しく、中東欧向けに対 GDP 比で相当の割合を貸し込んでいる母行所在国（オーストリア、イタリア、スウェーデン）の銀行システムを脅かしかねない状態になっている。各国では資本注入等を行っているものの「中東欧リスク」はなお意識されている。EU 域内での銀行監督体制には現行制度の改善が目指されているが、中東欧「危機」のさらなる悪化とその西欧への波及を抑止しうるか、ERMⅡ加盟国のエストニア、ラトヴィア等の情勢と今後の EU 等の政策対応が注視されよう。

新興国における公的債務管理のあり方：公的債務管理ガイドラインからの考察

東洋大学　中川　利香

本稿の目的は、IMF と世界銀行が 2001 年に発表した *Guidelines for Public Debt Management*（以下、ガイドライン）から、マレーシアにおける公的債務管理制度を評価することを目的とする。

公的債務に関する議論はさまざまな視点から議論されてきたが、現実の経済をみると 1980 年代には一部の先進国や途上国で公的債務の累積が通貨危機や経済危機を引き起こしたケースがあった。このような経験から、2001 年、IMF と世界銀行はガイドラインを発表した。ガイドラインで強調されている点は、リスクとコストの管理に基づく政府のポートフォリオ管理の重要性である。

本稿の考察より明らかになった点は次の 3 点である。第 1 にマレーシアでは公的債務管理を担当する財務省と国債のオペレーションを行う中央銀行との間の情報交換が定期的に行われていることである。第 2 に公的債務管理は市場リスクの管理に重点が置かれていることである。したがって、財務省の方針として対外債務を極力回避すること、固定金利型の国債を発行することが政府の方針として掲げられている。第 3 に国債発行の法整備が進んでおり、国債によって調達した資金の使途が限定されていることである。これは政府のガバナンスと透明性の向上につながっていると考えられる。第 4 に政府主導の国債市場育成策が対外債務に依存せずに経済発展を遂げることを可能にしたことである。民間貯蓄で財政を支える仕組みを作り上げた点は、他の開発途上国にも参考になると考えられる。

また課題としては、財務省が管理する公的債務の定義が公表されていないこと、偶発債務と債務管理を行う部署が異なっていることが明らかになった。

キーワード：公的債務管理　*Guidelines for Public Debt Management*　マレーシア

ベトナム上場企業の資金調達構造の決定要因：政府支配の影響とハノイ・ホーチミン証券取引所の違い

一橋大学　奥田　英信
一橋大学大学院　Lai Thi Phuong Nhung

ドイモイ政策の下で進められた積極的な経済改革によって、近年、ベトナム企業は大きな変化を遂げつつある。本論文の目的は、ベトナムを代表する企業であり、企業改革の最終段階に位置付けられるホーチミンおよびハノイ証券取引所上場企業について、その資金調達構造の特徴を明らかにし、内包されている問題点を検討することである。

2006 年から 2008 年まで３年間のデータを利用した、両証券取引所上場企業の負債比率の推計結果によれば、(1) 上場企業の資金調達構造にはエージェンシー･コスト･アプローチが概ね妥当すること、(2) ベトナムを代表する優良企業である上場企業でも長期資金の調達においては担保の提供が重要であること、(3) 政府支配企業は他の企業と比較して借入に対する担保の効果が小さいこと、(4) 政府支配企業は負債を利用したる節税の意欲が弱いこと、(5) ホーチミン証券取引所上場企業は他の企業と比較して借入に対する担保の効果が小さく、負債を利用したる節税の意欲も弱いこと、が観察された。また、(6) Nguyen (2006)および Biger et al. (2008)によるベトナム中小企業の分析結果と比較すると、国内で最も整備された制度環境で資金調達を行っている上場企業の資金調達構造は、経済理論の予想により合致していることが観察された。

これらの観察結果は、(1) 市場経済化を目指したベトナム政府の経済改革が企業金融面で既に一定の成果を達成していることを示しているが、(2) 企業情報の開示や債権者保護が一層進められるべきであり、(3) 銀行部門の民間開放や競争促進が必要である、という政策的な含意を示唆している。

[1]Biger, Nahum, Nam V. Nguyen, Quyen X. Hoang (2008) “The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam, ” *International Finance Review*, Volume 8, pp.307-326

[2]Nguyen, Tran Dinh Khoi. (2006) “Capital structure in small and medium-sized enterprises: the case of Vietnam, ” *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 23, No.2, pp.192-211

インドネシア経済：世界金融危機の波及と政策対応

日本政策金融公庫国際協力銀行　増田　篤
日本政策金融公庫国際協力銀行　大重　斉

本稿は、インドネシア経済への世界金融危機波及と政府の政策対応について取り上げる。インドネシア経済は、1997 年のアジア経済危機でもっとも深刻なインパクトを被った新興国のひとつである。インドネシアは、アジア危機以降、多大な調整努力を重ねてきた。にもかかわらず、2008 年のサブプライム金融危機の波及はインドネシアの国内資本・金融市場を強く揺さぶり、資源輸出・製品輸出に大きく影響し、景気後退を引き起こした。

ドル・ルピアの為替レートのボラティリティの増幅の原因を検討する。これらの要因としては、外国投資の逃避、国内預金のドルシフトと海外流失、実質為替レートの調整プロセス、金融資産の銀行集中の弊害、およびボラティリティの「長期記憶性」が考えられる。特に、アジア経済危機以後、為替制度の変更と大幅変動の過程を経て、ドル・ルピアの為替レートのボラティリティが、「長期記憶過程」の特性を獲得したことを統計的に確認し、これがサブプライム金融危機の波及の影響を増幅している可能性を示唆する。

インドネシア経済・金融市場は金融危機によって大きな打撃を受けたものの、迅速かつ適切なインドネシア政府の金融危機・不況対応により、同国での深刻な金融危機の回避に成功した。2008 年 10 月には各種の金融対策を迅速に実施、2009 年初めには財政出動による大幅な景気刺激策を実施する方針を決め、2 月にはそのための補正予算を成立させた。本稿では、簡便な VAR モデルを用いて財政支出と減税による景気刺激策の効果を推計し、財政乗数よりＧＤＰの押し上げ効果を推定する。

国内の調整努力を補強するため、インドネシア政府は、世界銀行やアジア開発銀行 (ADB)、国際協力銀行 (JBIC)などが参加する金融支援パッケージを組成した。日本からの支援は、JBIC が実施する「市場アクセス支援 ファシリティ(Market Access Support Facility, MASF)」の適用第 1 号として、2009 年 4 月に契約を締結した。ＪＢＩＣによる危機対応のモデルケースのひとつであり、その概要を紹介する。

〈会長講演〉

バブルと金融危機：行動経済学的アプローチ

大阪大学　筒井義郎

貸出市場のような例外はあるものの、金融市場は匿名性の高い市場であり、経済学の教科書的な分析が良く当てはまるものと考えられてきた。最も簡単なモデルは、利潤や効用を最大にするように行動する経済主体が需要と供給のスケジュールを表明し、競売買市場において金利が最適の水準に決められるというものである。その典型的な例が、株式市場における効率市場仮説であり、ファイナンスの分野は裁定の議論によって十分に説明できるという考えが、1980 年代までは支配的であった。

しかし、90 年代には、むしろ、効率市場仮説からの乖離が注目され、多くのアノマリーが発見された。マイクロストラクチャーとともに、このアノマリーの説明に役立つと期待されているのが、行動経済学である。そこでは、標準的なモデルの予測から乖離する結果は、経済主体が非合理的であったり、風変わりな選好（exotic preference）を持つために生じているとの想定で分析される。すなわち、投資家の気質や特徴が金融取引に影響すると考える点で、これまでの金融論と大きな違いがある。

本報告は、まず、今次の金融危機に関して考えることから出発する。とりわけ、1990 年の日本における株価バブル崩壊と比較して、今次の金融危機はどのような共通点をもっており、どのような点で違っているかを論じる。両方の事件の共通点は、地価バブルと、それに支えられた株価バブルの崩壊が重要な役割を果たしていることである。今次の危機が示唆することは、現在の先進国の市場経済システムにとって、周期的なバブルの形成と崩壊が、解決すべきとりわけ大きな問題だという点である。

バブルに関連する問題は､従来の経済学で適切に対処できるだろうか?私はそれは困難であると考える。本報告では、株価バブルの成長と破裂にとって、投資家の気質が重要であることを明らかにする。具体的には、1990 年代に著者がイェール大学のシラー氏らと実施した日米投資家に対するアンケート調査結果に基づいて、投資家の予想形成が合理的期待形成から程遠いことや、投資家の予想値を利用してバブルの有無を推測する分析を紹介する。

バブルが破裂し、金融危機が起きたときにどのような対策を採るべきであろうか?1987 年のブラックマンディー以来､市場関係者や政策当局はいくつかの処方箋を考案してきた。金融危機においては、投資家心理を落ち着かせる政策を採ることが重要である。そのためには、株価大暴落という事態に際して、生身の投資家がどのような情動に支配されているかを理解しておくことが重要であろう。本報告では、ブラックマンディーにおいて日本投資家がどのように感じ行動したかについての調査結果も紹介する。

〈金融政策パネル〉

金融政策分析の最近の潮流と金融危機

神戸大学　宮尾龍蔵

＜問題意識＞

金融政策分析はこの 10 年ニューケインジアン・動学的確率一般均衡モデルをベースに大きく進展した。このパネルでは近年の発展とその意義を概観するとともに、一方で今般の金融危機を予測できなかった反省を踏まえ、金融政策モデル分析における今後の課題について討議する。候補となる論点は下記のとおり。

① ニューケインジアン分析の意義・貢献：基本のNKモデルの特徴、ミクロ基礎付け・ルーカス批判、最適金融政策・厚生分析、インフレ目標政策、さまざまな拡張（インフレ予想の不確実性、不完全情報・ラーニング、ゼロ金利制約、時間軸政策、資産価格の役割、金融市場・労働市場の摩擦、NKフィリップス曲線など）。

② 動学的一般均衡分析の意義・貢献：基本のRBCモデル・ミクロ的基礎付け、金融政策・マネーの役割（マネタリーDSGEモデル）、様々な拡張・論点（大不況・通貨危機のRBC分析、ビジネスサイクル・アカウンティング、TFP推計、資産価格のブーム・バスト・サイクルなど）

③ 金融政策分析としての論点：「外生的な金融政策ショック（政策効果の分析）」と「内生的な金融政策ルール（代替的な政策ルールの比較分析）」、モデルの実証的な評価方法（インパルス反応、構造ショックの識別、モデルのフィットなど）。マネーの位置づけ。政策判断への有用性。

④ 現実経済の描写モデルとしての有用性と課題（特に今般の金融危機との関係）：
均衡からの長期的・持続的な乖離、金融システム／金融的な摩擦・不均衡の取扱い（過剰なリスクテイク・非効率部門への貸出、過剰債務・レバレッジなど）、最近の取組みの紹介など。

〈金融政策パネル〉

政策運営の視点から評価したニューケインジアン・モデルの意義と限界

日本銀行　木村　武

本報告では、今次の世界的な信用拡張とその後の金融危機を踏まえ、ニューケインジアン・モデルの意義と限界について、主に、政策の効果波及経路と物価変動の動学的特性に焦点をあてて考察を試みる。

（金融政策の効果波及経路：リスクテイキング・チャネル）

ニューケインジアン・モデルに代表される近年の金融政策理論では、インフレ率や産出ギャップなどマクロ経済の安定化を達成するための最適政策の研究に力が注がれてきた。しかし、経済主体のリスク認識に関する内生的変化を考慮した場合、理論が処方するような最適政策によって、マクロ経済の安定化が実現すると、投資家のリスクアペタイトが次第に増加していくことがある。このため、様々なところで「金融の不均衡」が拡大し、将来における金融システムの不安定化（および、その結果としてのマクロ経済不安定化）のリスクを溜め込んでいく可能性がある。つまり、金融政策の効果波及経路において、リスクテイキング・チャネルの存在を踏まえ、中央銀行は、今日のマクロ経済の安定が、明日の金融システムの不安定をもたらす可能性について意識しておく必要がある。

ニューケインジアン・モデルでは、リスクテイキング・チャネルや金融システムの存在が考慮されていないため、直接には、この種の議論を行うことはできないが、同モデルの重要なメッセージの一つは、「民間部門のフォワードルッキングな期待形成を前提にしたコミットメント政策の有効性」である。この点を重視すると、中央銀行が「バブルは崩壊しないと、その発生事実を認識できないため、バブルが崩壊してから積極的な金融緩和で対応する」ことにコミットする――所謂「非対称アプローチ（Clean up mess afterwards）」を採用する――ことは、金融経済に大きな調整圧力を溜め込むリスクがある。なぜなら、そうした政策は、低インフレなど見た目のマクロ経済環境の安定が持続した場合、信用膨張やレバレッジの拡大など「金融の不均衡」が拡大しても、中央銀行は利上げを行わないことを約束する結果、低金利環境の持続を予測した経済主体のリスクテイクを積極化させ、バブルの規模を拡大させる可能性があるからである。

一方、中央銀行が「バブル崩壊後に発生する経済へのマイナスの影響の大きさを踏まえ、バブルの発生を回避すべく政策運営に努める」ことをコミットすれば――所謂「対称アプローチ（Careful leaning against the wind）」を採用すれば――、経済主体の過度なリスクテイクを抑制する方向に寄与すると考えられる。例えば、経済主体のレバレッジが上昇し、信用膨張が目立ち始めれば、仮に足もとのインフレ率が安定していても、引き締め方向に政策の舵をきることを中央銀行が予めコミットするとしよう。そうなれば、経済主体が低金利環境の長期化を予測することもなくなり、楽観的な期待に基づいたポジション構築を過度に進めるインセンティブは抑制されるであろう。

（ニューケインジアン型フィリップス曲線に何が欠けているか？）

中央銀行が、マクロ経済の安定と金融システムの安定を両立させるには、経済主体のリスク認識に関する内生的変化のメカニズムだけではなく、インフレ変動の動学的特性についても一層理解を深める必要がある。今次金融危機も含めて、多くの危機に共通している

ことは、「金融危機は、高成長のもとで低インフレ環境が続いた後に発生する」ということである。それでは、バブル生成期に、インフレ率が低位安定する傾向があるのは何故だろうか。Great Moderation 当時において、フィリップス曲線のフラット化が議論されたが、そこでは、ニューケインジアン・フィリップス曲線を前提に、名目硬直性の高まり（インフレ率の傾向的低下に伴う価格改定頻度の低下）や実質硬直性の高まり（企業間競争の激化に伴う需要の価格弾性値の上昇）などが原因として指摘され、多くの実証研究がなされてきた。しかし、いずれも決め手に欠けるものであったし、そもそも名目硬直性や実質硬直性の変化が、金融危機のマグマを溜め込む要因になっていたとは考えにくい。おそらく、ニューケインジアン・モデルは、バブル生成期における企業の価格設定行動を正しく描写できていないと考えられる。そこで、本報告では、金融危機発生前の信用拡張期にみられる「企業の潤沢な資金流動性」― ―これはニューケインジアン・モデルから抜け落ちている変数である――が、価格決定に大きな影響を与えている可能性を、実証分析をもとに紹介する。

基礎となる理論は、顧客市場理論（Customer Market Theory）である。顧客市場では、各々の企業は顧客ストックを有している。顧客は、他企業へのスイッチング・コストや不完全情報（企業間の価格比較の困難さ）などから、他企業が低価格を提示しても、すぐには財・サービスの購入先を変更せず、同一企業からの購入を続ける傾向がある。このため、企業は、新規購入者（first-time buyer）をできるだけ低価格で引き付け、マーケットシェアを拡大させた後は、既購入者に対して、高い価格を維持し利益を得るという価格戦略をとる。（例えば、身近な例でいうと、量販店のポイント制は、割引を付与することで、顧客の囲い込みを行おうというものであり、不況期に値下げをしなくても、顧客はポイントを当てにして製品の購入を続ける。） つまり、企業は、将来の不況期に値下げをしなくても直ぐには逃げ出すことのない顧客ストックを増加させる――より多くの顧客を囲い込む――ために、今期は、当期利益を最大化する価格水準よりも、低い価格に設定することが望ましい。このように、価格設定が、将来収益に影響を与える顧客ストックへの投資戦略であることを踏まえれば、価格決定は、設備投資の決定と同様に、金融要因から影響を受けることになる。すなわち、好況期には、潤沢な流動性を背景に、企業の資金繰りは緩和されるため、企業は低めの価格を提示し、顧客ストックへの投資を増やす。一方、不況期には、資金調達環境が悪化し、資金制約に直面することから、企業は顧客ストックへの投資を抑制するかわりに、囲い込んだ顧客に対して高めの価格を課し、利益を維持するようにする。

一般に、マクロの流動性の増加は、経済主体の財サービスに対する需要の増加をもたらし――すなわち、需給環境をタイトにし――、インフレ率の上昇圧力を高める。しかし一方で、潤沢な流動性を背景に企業の資金繰りが改善すると、企業は、資本ストックのみならず、低価格による顧客ストックへの投資を拡大させるため、高成長のもとでも、実際のインフレ圧力の拡大は抑制される可能性がある。その結果、高成長かつ低インフレという見た目のマクロ経済環境が安定するもとで、投資家のリスクテイク姿勢が強まり、資産価格の上昇につながっていくものと考えられる。こうしたメカニズムが作用するもとでは、中央銀行がインフレ率の短期的な安定ばかりに目を奪われると、資産価格バブルなど「金融の不均衡」の蓄積を助長するといった意図せざる結果をもたらし得るという点で、注意が必要である。

〈金融政策パネル〉

金融危機がもたらしたマクロ経済学上の課題

経済産業研究所　小林　慶一郎

景気循環を扱うマクロ経済学の過去 30 年の方法論は、単純な新古典派成長モデルをベースに、様々な市場摩擦や生産技術、効用関数を導入し、現実的な経済変動の再現を目指すというものである。景気循環の性質について、技術進歩（生産性の変化）によって説明できる部分とできない部分を明らかにしようとするのが実物的景気循環モデル（RBC）であり、価格の硬直性を導入することで説明しようとするのがニューケインジアンモデルといえる。

現実の景気循環データへのフィットが良いモデルは存在するものの、異なったメカニズムで同じような景気循環を生成する様々なタイプのモデルが併存し、モデル間の優劣はつけにくい状況にある（Chari, Kehoe, McGrattan による批判)。モデルの優劣を判断するための一助として、ビジネスサイクルアカウンティングという手法が近年盛んにつかわれるようになり、その結果、景気循環を説明する要因として Labor wedge（労働投入のゆがみ）が注目されている。ただし、Labor wedge も複数の異なる要因によって説明できるため、モデルの選別基準としての有効性は十分ではない。

今回の金融危機で課題となったことは、金融システム（あるいは金融的な市場摩擦）を景気循環モデルの中でどのように扱うかという問題である。これまでも投資資金の借入に対する担保制約、資産価格の外生的バブルなどの形で金融的な摩擦が導入されたが、これらの要因は景気循環に大きな影響を与えず、金融的摩擦に対して金融政策が反応する必要性は小さいと判断されてきた（この点は、バブルへの事前的な政策対応に消極的な FED ヴューの根拠となり、今回の金融危機を激化させた一因とも推察される)。

今回の金融危機の本質は、交換媒体としての（広義の）マネーが大量に消失したことであると考えられる。Robert Lucas シカゴ大学教授は、大恐慌時に銀行取付により米経済全体で貨幣量が収縮したことと同型のメカニズムによって、今回の危機でもマネーが消失した、という見解を示している（金融の規制緩和と技術進歩により、リスキーな金融資産が実質的な交換媒体(マネー)として機能していた点に問題があり、バブル崩壊によってマネーが消失するという重大な結果をもたらした)。

ある種の資産が交換媒体として機能するようになり、あるきっかけで、その機能が失われる、という現象は、現状の景気循環モデルでは取り扱い困難である。最近検討されつつある Lagos-Wright の Monetary Search モデルの枠組みなどを応用し、政策分析のためのモデルの発展を図る必要があるものと考えられる。

〈金融政策パネル〉

「第三の道」？―金融政策分析の回顧と展望－

上智大学　竹田陽介

マクロ経済学は Macro model, Macro concept, Micro foundation の三つの側面から成る．本報告では，三つの側面から，金融政策分析の直面する問題の所在について指摘し，期待される解決の方向性を示唆したい．

第一に，Macro model に関するミルトン・フリードマンの「実証経済学」の考え方を踏襲した上で，DSGE モデルが内包する貨幣経済の「規範的」命題の Macro concept としての役割について，例を採りながら再確認する．フリードマン・ルール，利子率平準化，物価水準の非決定性を規範的命題として取り上げる．

第二に，「貨幣」および「銀行」という金融制度に関して，金融環境を反映した新しい Micro foundation の開発が急がれる点を説明する．直面する金融環境とは，予備的・投機的貨幣保有動機が支配し，中央銀行による非伝統的金融調節が金融政策としてもとめられる「流動性の罠」，および銀行の資産・負債のミスマッチを有名無実にし，証券と銀行の間の利益相反の弊害を生む「証券化」を指す．こうした金融環境の下での貨幣の定義ごとの流通速度の著しい相違，および銀行のバランスシートに見られる振る舞いの変化を記述するミクロ・モデルが必要とされる．

全体として，上記二点の問題意識の欠如した，金融的摩擦のない「LM なしのマクロ経済学」（ジョン・テイラーやデヴィッド・ローマーによる命名）の罪悪について強調する．

自己資本比率規制における規制基準についての一考察：地銀における国際統一基準と国内基準の並存の問題点について

農林中金総合研究所・中央大学大学院　矢島　格

わが国の自己資本比率規制は，海外拠点の有無により国際統一基準と国内基準の２本立ての枠組みとなっている。今次の金融危機発生を受けて自己資本比率規制に関する改善案や補完的な規制案などが提唱されているなか，この２本立ての枠組みについて，改めて評価し直すことは意義があると考える。

まず，国際統一基準と国内基準についての現状を説明し，要求される水準のほか算出方法も相違していることを明らかにし，これまでの経緯も説明する。

次に，規制としての包括性の観点から想定される問題点を指摘し，以下の検討すべき仮説を提示する。

＜仮説＞

自己資本比率規制を海外拠点の有無によって国際統一基準と国内基準に分けている現状は，自己資本比率規制が包括的ではない状況に陥る可能性がある。そして，規制の裁定とも言うべき銀行の行動すなわち規制の緩い国内基準を選択する銀行の行動も起こりうる。

上記の仮説を，地方銀行を対象にして検証する。検証は，①国際業務利益の業務純益に占める比率，②Tier1 比率，③バーゼルⅡにおけるリスク計測方法（中間段階）の導入状況，④マーケットによる評価の各観点からの両基準行の比較，ならびに⑤基準変更時の格下げ状況の調査によって行う。

検証結果は，地銀において，海外拠点の有無によって規制基準を分ける意味は薄れている可能性および本来ならば国際統一基準が適用されても良い国内基準行が存在している可能性が指摘できるものであった。また，信用力が低下した地銀が規制の緩い国内基準を選択する行動すなわち規制の裁定につながる行動についても完全には否定できない結果であった。従って，上記の仮説は一定の範囲で支持されたと言える。

How Does the Stability of Loan Relation Depend on its Duration?: Evidence from Firm- and Bank-Level Data

日本政策投資銀行　宮川 大介

本論文は、日本における企業と銀行とのローン取引データ(1982-1999 年)を用いて、企業－銀行間関係の頑健性(Stability)に関する分析を行ったものである。各種の Duration Model 推計を通じて、①企業－銀行間関係が、各企業・銀行・マッチの特性にシステマティックに依存していること、及び②ローン取引関係の Hazard function が、比較的長期のレンジにおいて negative duration dependency を示すことが確認された。特に後者に関しては、ローン取引関係が長期に亘るに従って、企業－銀行間関係の解消可能性が低下していることを示唆しており、多くの理論的研究で指摘されている「関係特殊資産の蓄積」と整合的な結果となっている。

経営者の意思決定と配当政策：自社株買いと現金配当の選択

中央三井アセット信託銀行　大森　孝造
神奈川大学　土村　宜明
横浜国立大学　倉澤　資成

本稿は，経営者による配当政策の選択とそれが効率性に及ぼす影響を分析する。現金配当と自社株買いはいずれも企業から投資家への利益分配だが，後者には株主構成を変える効果がある。特に，株式を保有する投資家からの自社株買いは，起業家経営者の持分を増やしてその行動をより効率的なものに変えるため，企業価値を高める。しかし，この企業価値の上昇は株価の上昇を通じて投資家に吸収されてしまうため，経営者は自社株買いよりも配当を選好する。このようにして経営者が非効率な意思決定を選択する結果として，エージェンシーコストが発生する。経営者が自社株買いを選択するのは，自社株買いによって企業価値を高めなければ企業が存続できない時だけである。企業が存続できなければ，経営者はペイオフを大きく減らしてしまうためである。

自社株買いが効率的行動であるにもかかわらず，経営者に主体的に選択されないことは，資金調達における効率性を妨げる要因ともなる。この問題は，債券を組み合わせて調達することで解決できる。

負債構成と資本構成：銀行負債の再交渉に着目して

慶應義塾大学大学院 富田信太郎
慶應義塾大学大学院 池田 直史
慶應義塾大学 辻 幸民

この報告では，企業の資本構成および負債構成の問題として，トレードオフ理論の枠組みの中で，銀行負債，社債，株式の内訳を決定するモデルを提示する。トレードオフ理論に代表される一般的な資本構成の理論においては，負債と株主資本の構成が盛んに議論されているものの，負債の内訳(例えば銀行負債と社債など)に関する議論，すなわち負債構成を含めた議論はあまり行われてこなかった。

同じ負債であっても，銀行負債と社債とは様々な点で違いがあることが想像できるが，ここではその中でも，企業の業績が悪化した場合の再交渉の可能性の有無に着目してモデルを展開している。不特定多数の投資家に保有されている社債に比べ，銀行負債は特定の少数の貸し手が保有しているため，再交渉が容易であると考えられる。このことから，社債は再交渉不可能で，銀行負債は再交渉が可能であると想定する。銀行負債の場合，再交渉を行うことで，倒産の起こるよりも早い段階から利子支払が減免される。

同様の問題意識の下での先行研究には Hackbarth-Hennessy-Leland(2007)があるが(以下，HHL モデルと称する)，我々のモデルとの差異は交渉の型にある。株主(企業)と銀行との再交渉は，HHL モデルでは Take-it-or-Leave-it 型の交渉が想定されているが，我々のモデルではナッシュ交渉に依拠している。HHL モデルの問題点は，銀行負債，社債，株式の構成が事実上，端点解として決定され，銀行負債は利用可能な最大値に設定されてしまう。この結果，初期時点の直後から銀行との再交渉が起こりうる。他方，我々のモデルの特徴としては，三者の構成が内点解として存在する点である。これは HHL モデルと対照的な帰結であり，初期時点直後に再交渉が開始されるということは起こらない。

しかし，我々のモデルで内点解が得られるとはいえ，基本的な数値例において数値計算を行うと，企業は最適な意思決定の結果，負債のうち 9 割以上を銀行負債によって調達するという結果になる。このような偏った負債構成になるのは，再交渉可能という銀行負債のベネフィットのみ考慮していることが影響していると考えられる。その一方で，過去の多くの研究で銀行負債の利用には何らかの追加コストのかかることが指摘されている。そこで次に，銀行負債の利用には追加コストがかかるという想定を，モデルに明示的に取り込んで分析を行っている。その結果，銀行負債の優位性が低下するため，社債の利用が相対的に増加することが示されている。そして，数値計算では，我々のモデルを用いて比較的現実的な負債構成の水準が実現されることを示している。

(フルペーパーは，http://www.fbc.keio.ac.jp/~tsuji/からダウンロード可能)

生産性の戦略的補完性と銀行の貸出行動：
間接金融から直接金融への移行を内生的に説明するモデル

一橋大学　保原　伸弘

Hart and Moore(1994)では、企業家の資産の相対的な大きさを基準にして、（１）企業家の資産が相対的に少ない場合、（２）企業家の資産が相対的に大きい場合、（３）企業家の資産が非常に大きい場合、の３つに場合わけし、2 期間モデルを使って、企業家の資金需給関係を分析するが、（２）と（３）の場合では、資産家と企業家の資産が、今期消費され、来期の企業家の投資プロジェクトに投資され、資産の効率的利用がなされるが、（１）の場合では、①初期時点の企業家の担保となる資産の不足から、資産家への利子率を含めた借入額を賄える十分な生産が行えず、資産の有効利用が行えないことを示す。しかし，②当該投資プロジェクトの将来における生産性も企業の資金調達の際の担保として，重要である。また，企業の投資の生産性はたとえば、住宅や鉄道、百貨店などの例や、Romer(1986)モデルにみられるように，複数企業間でお互い相互作用を持つと考えても不自然ではないだろう。

（１）２期間モデルでの含意

本稿では，個々の企業家の投資の生産性に相互関係をもたせ、またその相互関係により生産性のパラメーターαを変化させることを考える。その結果，経済の初期時点では、（１）のように資産の非効率的な利用が成立する場合でも、生産性のパラメーターαの上昇により、来期に（２）の資産が効率的に利用できる状況が市場で成立する場合もある。すなわち、短期的には②生産性のパラメーターα の変化がここでは効率的資金運用に関して重要な役割をもつのである。しかし、市場による資金調達では、戦略的補完（他の企業の投資状況によっても自らの生産性の上昇が左右される）の問題から、投資量の決定には不確実性が伴い、生産性のパラメーターαが高くなるだけの投資量Kが各企業になされない場合がある。すなわち、企業に将来的に生産性を高める機会がありながら、それが生かされないのである。これを仲立ちするのが銀行となる。この企業家と資産家以外のいわば、第３の経済主体、たとえば銀行の利潤行動によって、資産化の資産がすべて来期の企業家の投資に向けられ、資産家にとっても企業家にとっても効率的な資産の利用が実現する。

（２）長期モデルでの含意

一方で、長期的には、高い生産性のもとにおけるものをはじめとした各期の生産や銀行の利潤行動によって生じた利潤は資産家や企業家に配分されるため、時間を追うにつれ、企業家の資産は、充実することになる。それによりやがて、市場で投資の必要量の信用を賄うだけの資産を企業家は保有することになるかもしれない。すなわち、長期的には、Hart and Moore(1994)が当初注目した、①資金需要における企業家の保有する資産の担保価値、が再び重要になるのである。よって長期においては，市場にまかせたままも、高い生産性をもたらす機会が到来したときにも、実際に企業家と資産家の投資額が、その高い生産性を実現するために必要な投資量 K を越える期間が到来し，資金の需給において銀行の仲介を必要としなくなる状態が生じることを示す。

自己資本比率規制による資産価格の変化と最適なリスク・ウェイト

一橋大学大学院　山城　健

自己資本は現在の銀行規制において重要な役割を果たしているが、現状の自己資本規制がもたらすプロシクリカリティが問題視されている。英国 FSA の The Turner Review(2009)では、現在の銀行規制の中核をなすバーゼルⅡの枠組みの問題点としてプロシクリカリティを挙げており、今後の望ましい規制のあり方として、プロシクリカリティの弊害を緩和させる方向で議論している。

プロシクリカリティのメカニズムは、経済の状態が悪い時に銀行の資産の価値が低下することからより高い自己資本を求められ、それが銀行の貸出行動や資産選択をより保守的なものにし、さらに経済の状況を悪化させるというものである。このため、自己資本比率規制のありかたを考える上で、規制が資産価格に与える影響も考慮する必要がある。

本稿は、自己資本比率規制が複数の銀行行動を同時に変化させるため、資産価格に影響を与え、それがさらに銀行の貸出行動に影響する状況をモデル化し、そのような状況下における最適な自己資本比率、そしてリスク・ウェイトを導出する。

最適な自己資本比率規制では、規制導入前の時点で全く同じ資産構成の銀行であっても参加する市場が異なり、したがって取引相手も異なる場合、規制の導入がそれぞれの市場の資産価格に与える影響が異なるため、リスク・ウェイトや自己資本比率の水準も異なる。このため市場参加者のリクス回避度や貸出先の性質等が異なる場合、例えば国や地域が異なれば、銀行の資産やポートフォリオに対する最適なリスク・ウェイトや自己資本比率は異なる。

ただし、最適なリスク・ウェイトの導出には貸出先や証券等を含めた個々の銀行のポートフォリオのリスクやリターンの情報だけではなく、自己資本比率規制の導入が資産価格に与える影響や、それが銀行の行動に与える影響など、膨大な情報が必要になる。

Note on Modelling of Suicide under a Borrowing Constraint within a Framework of Real Options Models

関西大学　鈴木　智也

この研究ノートでは、個人の自殺に関する意思決定問題を効用最大化問題の枠組で定式化する。これは既存の研究と同様のアプローチである。しかしながら、既存のモデルでは、期待生涯効用の現在割引価値が今期に一定水準を下回った場合に個人は直ちに自殺するとされ、自殺という行動を来期以降に持ち越す可能性がまったく考慮されていない。そこで、本研究では、個人は自殺するというオプションを保有しているという仮定のもと、賃金水準がどの水準まで落ちれば自殺するのかという最適化問題を解く。オプションとは権利であるので、自殺するのもしないのも個人の自由であり、また、いつオプションを行使して自殺するのかも個人の自由である。本研究は、この仮定のもとで、寿命が尽きるときをオプションの満期と考え、確率的に動く賃金が満期前にどの水準へ到達すれば、自殺のオプションを行使すべきなのかを導出する。こうすることで、個人が今期に自殺しなかった場合、既存のモデルでは未来永劫自殺しないとされるのに対し、本研究のモデルでは来期以降のいずれの時点でも自殺しうる可能性が考慮されるのである。また、既存のモデルでは将来賃金の期待値にのみ焦点が当てられるが、本研究のモデルでは将来賃金の標準偏差で測ったリスクにも焦点が当てられる。将来賃金のリスクの増大は、リスク回避的な人々の期待効用水準を下げることで自殺を誘引すると考えられるが、その一方で、もし事態が好転した場合に高い所得を意味するため、事態好転を待つことの価値を人々にもたらしうる。このように、将来賃金の不確実性のもとで、人々が自殺しやすくなるのか、自殺をためらうようになるのかは、事前には明らかでない。本研究では、将来賃金のリスク増大が人々の自殺に関する意思決定にどのような影響を与えるのかシミュレートする。

日本の貿易収支構造の変化

神戸大学大学院　山本 周吾

本稿は、日本における Harberger-Laursen-Metzler 効果が 1990 年代に構造変化したことを、Ostry and Reinhart (1992) や、Ogaki and Reinhart (1998) の同時点と異時点間の代替の弾力性をそれぞれ推計することによって検証するものである。

日本経済は、対外的にも対内的にも 1990 年代に大きく構造変化したと言われている。対外的には、1980 年代から 90 年代にかけての急速な円高や、国内の製造コストの上昇によって、多くの製造業がアジア諸国をはじめとする国外に生産拠点を移転させた。また、これらの国々が経済発展することによって、日本の輸入品に占める高付加価値で高度な財のシェアが 1990 年代に上昇し、日本の国内生産財と競合するようになった。さらに、この頃に経済のグローバル化が進み、日本は激しい国際競争に直面するようになった。これらの出来事は、日本の同時点の輸入財と自国財の代替の弾力性になんらかの影響を及ぼすものだと考えられる。

一方で、対内的には日本は、いわゆる「失われた 10 年」という長期の不況を経験した。そして、経済が長期間にわたって停滞し、失業率が上昇するなどして将来に対する不確実性が 1990 年代に急速に高まった。これによって異時点間の代替の弾力性にもなんらかの変化が発生したと考えられる。

そして、本稿の実証分析の結果、1990 年代に日本の同時点の輸入財と自国財の代替の弾力性は高まったが、一方で、異時点間の代替の弾力性が低下したことが明らかになった。Harberger-Laursen-Metzler 効果は同時点と異時点間の代替の弾力性に依存しているために、この実証結果は構造変化以降に Harberger-Laursen-Metzler 効果が弱まったことを示唆している。

現在、「グローバルインバランス問題」によって貿易収支の動向やそのメカニズムに大きな注目が集まっているが、Harberger-Laursen-Metzler 効果の弱体化は、これらの議論に大きな影響を及ぼすものと考えられる。

Hamburger Prices and Globalization

大阪経済大学　福本　幸男

資源配分の効率性の観点から、経済のグローバリゼーションがグローバルな統合の進展によってもたらされているのか、地域ごとの域内統合の進展によってもたらされているのかを把握することは重要であろう。今日、WTO、IMF、世界銀行の主導によるグローバルな経済の結びつきだけでなく、近隣諸国との地域内での経済の結びつきもますます強まっている。よって、近年の経済のグローバリゼーションがどちらの経済統合の進展によってもたらされているのかを判断することは容易ではないだろう。本稿では、ビッグマック価格の国際的な散らばりに注目して、この問題に取り組む。ビッグマック価格は国家間・異時点間で比較可能な様々な財の価格情報を有しており、ビッグマック価格の国際的な散らばりの動向は経済統合にとって重要な示唆を与えるだろう。実証分析の結果、1980 年代後半以降、グローバルな価格の散らばりは低下していない一方で、EU 内でも APEC 内でも価格の散らばりは低下していた。それゆえ、近年の経済のグローバリゼーションはグローバルな統合の進展ではなく、地域ごとの域内統合の進展によってもたらされた可能性が高いと考えられる。

新しいマネーセンター「中東」を巡るマネーフローとその影響

三菱東京 UFJ 銀行　宿輪　純一

最近、国際金融・通貨分野で中国の存在感が増しているが、「中東」も米ドル(通貨制度）に影響力が有り、(中東経済情報は極めて取り難いが)そのﾏﾈｰﾌﾛｰを調査し影響を検討した。

近年「原油価格(WTI)」は高騰し昨年 7 月には史上最高値(147.27 ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ：2000 年の 5 倍)を記録。この原油価格上昇で、中東産油国に更に資金がシフトし「新しいﾏﾈｰｾﾝﾀｰ」化した。ここではGCC(湾岸協力会議)のｻｳｼﾞｱﾗﾋﾞｱやｱﾗﾌﾞ首長国連邦等の 6 カ国を対象とする。GCC の経済的特徴は①「原油」の産出量が多く、経常黒字額では GCC 合計で中国に次ぎ第 2 位で、「SWF」経由等でﾏﾈｰﾌﾛｰが拡大、②殆どの国の通貨制度が「米ドル固定相場制」で米ドルﾏﾈｰﾌﾛｰの一部で米ドルの通貨価値を底支え。更に「経済通貨統合」を展望、③「イスラム金融」も成長中、④産業育成的な経済政策で高成長と将来のﾎﾟﾃﾝｼｬﾘﾃｨを保持、⑤ 日本の原油輸入の殆どが GCC で経済・社会的にも関係が深い。原油産出量の世界における GCC のシェアは約 22%(中東約 30%)・埋蔵量で GCC のシェアは約 40%(中東約 61%)と大きい。

「原油価格」は基本的に「米ドル建」で代金を米ドルで受取る。原油輸入国が代金決済のため、同額の米ドル買い(需要)が発生。一方、GCC の経常黒字が増加し、米国の経常赤字に対する割合も上昇し 2008 年には約 54%に達した見込み。更に運用として「米国債」を購入し、GCC は経常収支の約 2 割買っていたが、最近の傾向は減少し SWF 経由で他通貨・投資対象、或いはイスラム金融に転換中。現在の SWF の米ドル投資比率は約 58%で、約 42%は他通貨で運用(流出)。またイスラム金融(債)での運用は米ドル建の資産では無くなることも意味する。世界の SWF の規模：約 3.8 兆ドルの内、GCC は約 1.3 兆ドルと約 34%。

収支面では、原油の輸出により世界中からGCCへ米ドルで入金された金額(累計)は2000～07 年まで約 1.9 兆ドルで、経常収支(累計)は約 0.9 兆ドル。運用面では、GCC の SWF と外貨準備高の合計は約 1.5 兆ドルとなっている。(中国の外貨準備は約 2 兆ドル・第 2 位の日本の外貨準備は約 0.95 兆ドル)

単年(2007 年)でみると GCC 原油売上の約 88%が米国以外で代金として 3.9 千億ドルの米ドルが購入。運用面では約 42%が流出し、結果として約 7 割の 2.7 千億ドルが米ドルを購入し、それは米国の経常収支米国の経常赤字は約 7.4 千億ドルで約 37%に該当。(これは中国に続くレベル)

米国（米ドル）の経常収支・財政収支(国債)のファイナンスに悪影響があるのは、原油価格が約 40 ドル以下への下落による GCC の経常収支の悪化時、また資金運用においてイスラム金融(債)や国内投資の割合の増加による米ドル建比率の下落時等である。当該ケースには、まずは米ドル為替レートの下落や、国債の下落による金利の上昇等の面で国際金融・通貨における懸念材料となる。

（本報告の内容は、あくまでも個人に属し、所属する組織の見解ではない）

マレーシアのイスラム投資信託とシャリーア適格株式

東京外国語大学　福島　康博

マレーシアでは、1983 年にイスラム銀行業法(Islamic Banking Act)が成立、同年に最初のイスラム銀行業専業銀行であるバンク・イスラム(Bank Islam Malaysia Berhad, BIMB)が業務を開始して以来、イスラム銀行市場は拡大傾向にある。また、イスラム銀行の実践を通じて培われた銀行によるイスラムの思想への準拠を意味するシャリーア・コンプライアンス(Shari'ah Compliance)は、保険業や証券業へと応用されている。すなわち、イスラム化の対象が銀行から金融全般へと拡大したといえよう。そして、イスラム銀行の事例と同様、法律・制度の整備がなされ、イスラム保険市場やイスラム証券市場が確立した。

とりわけ証券業においては、マレーシアの証券業をつかさどる証券委員会(Securities Commission, SC)が、イスラムに適った金融商品の取引を行うことを目指すイスラム資本市場局(Islamic Capital Market Unit)と、イスラムの観点から監督を行うシャリーア顧問評議会(Shari'ah Advisory Council, SAC)とを設置することによって、市場とその監督体制を整えている。こうした動きに則り、各金融機関がイスラムに適った各種の金融商品を開発しており、さらにこれらを投資対象とするイスラム投資信託(Islamic Unit Trust)が 1993 年に初めて登場し、その本数と資金量を増やしている。中でも、本数と純資産の総額の双方でもっとも規模が大きいのが、マレーシア企業の株式を対象とするイスラム投資信託である。その投資対象となっているのは、証券委員会のシャリーア顧問評議会によってシャリーア適格株式(Sari'ah Compliant Security)の認定を受けた株式である。

本報告は、マレーシアのイスラム金融、とりわけイスラム投資信託と、その中心的な投資対象であるシャリーア適格株式について、それぞれの制度を叙述し、市場規模などの現状を分析するとともに、両者が直面している課題と今後の方向性を明らかにしていくことを目的とする。そのため、まずイスラム投資信託の仕組みとして、これにかかわる当事者である委託者(Management Company)、受託者(Trustee)、および受益者(Unit Holder)の特徴と、これらに対する証券委員会のシャリーア顧問評議会によるイスラムの視点からの規制を明らかにするとともに、イスラム投資信託を投資対象ごとに分類する。これを受けて次に、イスラム投資信託の歴史を明らかにし、また統計資料を基にイスラム投資信託の市場規模とその変遷を明らかにする。他方、シャリーア顧問評議会における株式のシャリーア適格認定の過程を明らかにするとともに、統計資料に基づきシャリーア適格株式の認定数の変遷と、現在の業種別の分布を明らかにする。そして最後に、これらの議論を踏まえた上で、イスラム投資信託とシャリーア適格株式が抱えている問題点と今後の方向性を探っていく。

キーワード：マレーシア、イスラム投資信託、シャリーア・コンプライアンス

IMF「改革」の現状と課題：本当に変わったのか？

愛媛大学　大田　英明*

2008 年秋の国際金融危機発生を受けて途上国・新興国への支援ニーズの高まりなどを背景に、IMF がようやく自らの「改革」に乗り出してきた。

2009 年 3 月から 4 月にかけて IMF は、①資金規模の拡大、②新興国を中心とした発言権（投票権）の拡大と配分、③融資スキームの改革などを柱にした改革を打ち出してきた。

こうした改革自体は IMF としては過去 10 年間における最も大きな変革である。資金規模は各国の基本となる SDR の配分を増額するのみならず、貸出可能額が 5000 億ドル増加し、従来の 3 倍の 7500 億ドルとなった。また、従来のスタンドバイ融資では各国のクォータ（払込割当額）の 3 倍まで自由に引出せる資金枠が増加した。

融資スキームでは､新たに中所得国向けに従来に比べ柔軟な貸出枠(Flexible Credit Line , FCL)を導入した。これは、事前の審査によって当該国は自由に限度なしに引き出し可能であり、従来のように 3 ヵ月ごとの審査をパスしなければ継続融資が受けられないという状況を避けることができる。また、融資条件のうち厳格なパフォーマンス・クライテリア（基準）[PC]は構造問題にかかわるものは廃止して目標値にとどめ、PC は金融・財政指標などを中心に限定することとなった。

このように、確かに過去 10 年間では最も本格的な改革に見えるが、本当にそうであろうか。これまで IMF の「公式見解」と実際の運営では乖離があることは過去にも指摘されてきた。上記改革方針が打ち出されたのは 2009 年 3 月であるが、2009 年 5 月までの最近の MF プログラムをみる限り、内容はほとんど変わっていないようにみえる。例えば、ウクライナやキルギスのプログラムにおいても相変わらず緊縮政策のために財政資質削減が迫られ、金融財政政策の縛りが非常に厳格である。しかも厳格なパフォーマンス基準でなくとも目標値（「ベンチマーク」）として構造改革が示されているため、融資を受けるためには当該国は事実上遵守することが求められる。

一方、FCL も、現在までのところ対象国は比較的経済が安定しているメキシコ、ポーランド、コロンビアなどに限られ、実際にこれらの国々はまだ、IMF から融資を受けていない。FCL の問題は、事前審査に「パス」した国のみに認定が与えられるため、緊急時にも融資が適用されない恐れがある。

正式に上記「改革」の適用が実施されたのは 2009 年 5 月以降であるとされているため、当面見守る必要があるものの、長年の IMF の融資スキームは事実上ほとんど変わらない可能性が高い。しかも、根本的な IMF 分析フレームワークの問題や根本的な国際金融システムのリストラといった大胆な改革は、依然として検討されていない。本報告では、最近までの「改革」の動きと問題点や今後の課題について検討する。

* 790-8577 松山市文京町３番　Tel & Fax: 089-927-9266, e-mail: hoviolin@tea.ocn.ne.jp

〈特別講演〉

世界金融危機後の証券市場について（仮題）

東京証券取引所グループ社長　斉藤　惇

１、今回の金融危機の発生背景

生産過剰吸収手段として人為的需要創出を借金経済メカを作ることによって敢行した。

ワシントンコンセンサスを出発点とした レッセフェール型自由経済の失敗。

企業倫理の喪失と監督行政側の能力欠如による無秩序な経済を作り出してしまった。

２、コーポレートガバナンスの強化

規制導入を前提としたコーポレートガバナンスの強化が必要になってきた。従来の欧米型ガバナンスは必ずしも有効ではない。

日本モデルを世界に主張していきたい。

３、日本の課題

不動産、株価の長期的凋落の検証。世界の証券市場競争の実態と対策。

国際金融パネル

『グローバル・インバランスと世界金融危機』

藤田誠一（神戸大学）

パネルの趣旨

グローバル・インバランスは、アメリカの赤字とアジア諸国（とりわけ中国）の黒字の拡大という、経常収支面における不均衡である。他方、経常収支と表裏一体関係にある資本収支面では、アメリカへ大量の資金が流入し続けてきた。

アメリカへの資金流入はアメリカ経常収支をファイナンスしており、資金流入が減少することはアメリカの対外不均衡の維持可能性に疑問を投げかけ、ドル危機を引き起こすとするこれまでの見解は、今回の世界金融危機により見直しを迫られている。

第 1 に、グローバル・インバランスの原因を中国の過剰貯蓄に求める Saving Glut 説に加えて、世界金融危機の原因をアジア諸国からの対米資金流入に求める見解や、新興国における資産欠乏とドルの魅力がアメリカへの資金流入の原因であるとする Asset Shortage 説がアメリカで主張されている。

第 2 に、世界金融危機の結果、アメリカ市場が金融危機の引き金となったにもかかわらず、ドルは円を除く他の通貨に対して増価するという現象が見られた。

本パネルは、今回の世界金融危機の原因とその波及メカニズムを検討することを通じて、グローバル・インバランスと国際資金フロー、さらにはドル体制の関係について考えることをねらいとしている。田中報告は、グローバル・インバランスを歴史的・理論的な視点から論じ、グローバル・インバランスと世界金融危機の関係を論じる。岩壺報告は、対米資金流入の 1 形態である円キャリー・トレイドを取り上げ、アメリカの資産バブルへの影響を検討することで世界金融危機の原因を論じる。さらに白井報告は、グローバル・インバランスを支える体制としての「ブレトンウッズⅡ」仮説を念頭に、世界金融危機後の国際通貨体制を論じる。

〈国際金融パネル〉

グローバル・インバランスの再検討（The Global Imbalance Revisited ）

中央大学　田中　素香

はじめに

○世界金融危機の原因をグローバル・インバランス［アメリカの巨大化する経常収支赤字と東アジア（とりわけ中国）の増大する経常収支黒字：2000 年 CA 赤字 4%（GDP 比）超（98 年 2%、99 年 3%の後）→01 年 4%弱、02 年 4.5%、03 年 5%弱、06 年 8000 億ドル超 6%超］に求める米政府筋の奇妙な議論：東アジア（とくに中国）の米国債への投資が米長期金利を引き下げ住宅バブルの形成を導き、金融危機の原因となった。［Ben Bernanke (2005), The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficits の系譜の議論］

○この議論を念頭において、グローバル・インバランスを歴史的、理論的に再検討してみたい。

１．　「グローバル・インバランス」という認識のスタート

○「ニュー・エコノミー」（ICT）ブーム崩壊と経常収支赤字の増大と黒字国中国の台頭［＝「金融テロ」（サマーズ）：「グローバル・インバランス」の認識のスタートは２１世紀現象：アメリカのパワー喪失への懸念［政界・経済学界の指導者たち（「正統派」）：サマーズ、ケネン、バーグステン・・］→CA 赤字増大はアメリカ競争力の低下・家計貯蓄率低下→sustainable でない→ドル暴落［金利高騰→世界不況］。かくして人民元切り上げの政治圧力へ［米中対抗の認識と 1980 年代ドル切り下げ「成功」の思い出］。

○ドル切り下げ・人民切り上げ論は世界金融危機前まで一貫して残存［Obstfeld & Rogoff(2005), Bruegel(2007)など］

２．　ドル暴落説への批判［sustainability の主張］

○「復活したブレトンウッズ」（または BWⅡ）説［Dooley, Folkerts-Landau and Garber(2003)］：世界 3 極論［①センター・アメリカ、②資本勘定国（欧・LA・加・豪）、③貿易勘定国（アジア）］→貿易勘定国（中国）は輸出主導型経済成長が至上命題→外為市場介入によって対ドル相場上昇抑制（中国の失業者完全吸収まで 10 年以上継続）、変動制・不介入の資本勘定諸国も競争上対ドル固定へ→BW 体制の復活。

○グリーンスパンの金融グローバル化（ホームバイアス低下）説：金融グローバル化により国際金融の常識が変わった→ホームバイアスが低下しアメリカの CA 赤字は米国内の

州間の不均衡のように為替相場に大きな負担をかけないで調整される。為替相場変動は予測不可能であり、CA との間にシステミックな関連を見ることは不可能（→正統派ドル切り下げ・人民元切り上げ論への批判）。Klitgaard(2007).

○アメリカ資本主義の変質論：①アメリカは「世界の銀行」というより「世界のヴェンチャー資本」（世界への資本投資と高利潤）という特権を享受、②「新パラダイム説」はアメリカ企業が platform company 化し、高利潤（中国の輸出企業 2%に対し米一流製造企業は 20%）を稼いでいるから GI など問題にする必要なし。「われわれは利潤をとり君たち（中国人）は雇用をとる。」

3． 現時点で「グローバル・インバランス」を回顧する

○世界金融危機の局面を含めてドル暴落は起きなかった。正統派の世界経済（or グローバル金融）認識は誤っていた。ドルはグローバル金融の通貨であり、米国金融市場を回転台として世界に成長マネーを供給。中国の場合米国輸入市場が高度成長を支えており、米中共同利害の構造が形成された。新興諸国のドル準備著増。

○「グローバル・インバランス」を支えたのは、①米国の住宅ブーム(バブル)と金融主導の経済成長（家計貯蓄率低下と輸入増大）。②東アジアや産油国（ロンドン経由）の対米投資（低い長期金利）、③米国製造業空洞化（製造業グローバル化）。

○ドル暴落ではなく世界金融・経済危機（戦後初の、基軸通貨国金融市場・銀行間市場の機能不全。日本の輸出大企業も自らドル調達）により「グローバル・インバランス」は調整局面へ。

○アングロサクソン型成長（経常収支赤字拡大）諸国打撃大：米英アイスランド NZ 豪州

○東アジア＝世界金融危機の原因説について：米国住宅バブル＋金融監督不備など米国側の事情を無視して東アジアの米国再購入のみを危機の犯人とすることはできない。また米国の輸入（輸出商品の価値実現）なしに東アジアの輸出（→貯蓄）は実現しないので、saving glut 論自体成立しない。

4． 若干の展望－グローバル・インバランスは消滅するのか？－

○米国貯蓄率は現在 7%、さらに 10%へ（家計部門の債務過多と所得の低下による）→米国消費は GDP 比 70%（08 年）から 63%へ低下→GDP 比 5%の経常収支赤字消滅＋G の GDP 比 2%増加（低成長で I は伸びない）［中前忠、日経 150709］

○ドル暴落なし→米国製造業の本国帰還はない→米国成長率低下により経常収支赤字は縮小しても消滅しないのではないか。

○金融主導のアングロサクソン型成長パターンは消滅するのか。

○新興国、途上国への成長マネー供給をいかに保証するか。

〈国際金融パネル〉

円キャリー・トレード、グローバル・インバランス、世界金融危機

神戸大学　岩壷　健太郎

米国の金融危機はまたたく間に波及し、世界経済を同時不況に陥れた。周知のとおり、危機の発端は米国のサブプライム問題にあり、欧米の金融機関をはじめ多くの投資家がサブプライム関連の証券化商品を保有していたことからリーマン・ブラザーズの経営破綻を機に、全般的な信用市場の崩壊、その後の世界的な景気の悪化につながった。しかし、危機の元凶といえば資産価格バブルであろう。米国の資産バブルの原因が国内にあるのか海外にあるのかという問題は、グローバル・インバランスの原因を米国の過小貯蓄・過剰投資に求めるのか、アジアや石油産出国を中心とする経常収支黒字国の過剰貯蓄・過小投資に求めるかという問題に関連している。いずれの問題においても、国際的な要因を重視する論者たちは経常収支黒字国から米国への国際資本移動が重要な役割を演じていると考えている。本稿で注目する円キャリー・トレードは、米国への資本移動の一部であり規模は小さいかもしれないが、為替や株価などの資産価格に影響を与える可能性は否定できない。

本稿では、シカゴ・マーカンタイル取引所で取引されている IMM 通貨先物のネット・ポジションを円キャリー・トレードの代理変数とすることで、円キャリー・トレードの原因とその資産価格への影響について時系列分析を行う。キャリー・トレードを厳密に計測することは困難であるが、IMM 先物ポジションを代理変数とすることで大まかな定量的な把握が可能となる。この分析を通じて、世界金融危機の元凶となった米国の資産バブルに円キャリー・トレードが影響を与えていたのかについて検証を行う。

日米金利差、為替の予想変動率、IMM 先物ポジション、円ドルレート、米国の株価の５変数を用いて、VAR 分析をしたところ、（１）日米金利差は円キャリー・トレードに影響を与えていないが、為替の予想変動率の低下は円キャリー・トレードを増加させたこと、（２）円キャリー・トレードが急増する 2004 年以降とそれ以前を比べてみると、それまでには見られなかった為替の予想変動率、IMM 先物ポジション、円ドルレートの連動が、2004 年以降には米国の株価にも及んでおり、国際資本移動が為替市場のみならず米国の資産価格にも影響を与えていることが確認された。

〈国際金融パネル〉

世界経済危機とグローバル・マネーの変動：国際経済秩序へのインプリケーション

慶應義塾大学　白井　さゆり

2007 年中旬の米国サブプライムローン危機、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破たんによって世界金融危機が発生し、世界経済は大きな変容を迫られている。危機発生以前には、米国・中国を中心に「世界経済の不均衡状態（グローバル・インバランス）」が存在しており、米国の経常収支の赤字幅と中国や他のアジア諸国・資源国などの黒字幅が大きく拡大する状態がみられていた。

この状況を説明する見解は多数あるが、有力な見解としては Dooley et al.などが展開する「ブレトンウッズ－II」体制論がある。これは、第 2 次世界大戦後から 1971 年まで成立していた「ブレトンウッズ体制」の名にちなんで、世界経済の不均衡状態を当面は持続可能な「ブレトンウッズ－II 体制」とみなす見方で、幅広く支持されている。中国などのアジア諸国が自国の雇用・生産を確保するために輸出促進政策を遂行し、その目的で外国為替市場に介入して自国通貨を対ドル相場で安定させる為替政策を採用し、それによって蓄積されるドルを使って米国財務省証券などへ投資して米国の過剰消費・輸入を支援しているとする見方である。

ここでは、こうしたアプローチを念頭に置きながら、つぎのポイントに焦点をあてて議論を進めていきたいと考えている。

- 世界経済危機が発生して以来、世界経済の不均衡は「修正（リバランス）」に向かっている。米国の経常収支の赤字幅は 2007 年第 1 四半期の 5.8%から 2009 年第 2 四半期には 2.8%まで大幅に縮小している。中国の経常収支の黒字幅も縮小している。このリバランスはどのような要因で生じているのかを分析する。
- 現在の世界経済危機は、世界経済の不均衡状態で予想された「ハードランディング・シナリオ」と同じなのか、異なる性質をもっているのかを明らかにする。さらに米国で発生した金融危機とそれによる信用収縮・信用の喪失が、国際資金フローにどのように影響を与えているのかを検討する。
- 世界経済の不均衡でリバランスが生じているが、その一方で世界経済の不均衡状態を特徴づける構造的要因についても変化が起きているのかという点に焦点をあてる。米中の経済関係を中心に検討を行う。最近の保護主義の台頭なども含めて考察を進める。
- 世界経済の不均衡状態が今後も持続していと考えられる場合、それを国際社会の協調体制で改善できるのか。G20、G8、IMF 体制による可能性・限界などについて考える。
- 基軸通貨ドルの行方について、ユーロ、SDR 構想、人民元などに言及しながら検討する。

地域銀行のコーポレート・ガバナンスに関する分析

早稲田大学大学院　森　祐司

地域銀行のコーポレート・ガバナンスについて、大株主の所有構造に注目して分析を行った。1990 年代までは地域銀行の大株主は都市銀行や生命保険会社などであり、地域銀行の経営陣へのモニタリングはあまり有効に機能せず、経営陣が隔離される状態、いわゆる「エントレンチメント」の状態にあったと見られる。しかし、2000 年前後からの株式持合い解消が進むにつれて、地域銀行の大株主として年金基金や外国人投資家などいわゆる投資収益志向型の「機関投資家」が地域銀行の株主構成の上位を占めるようになった結果、地域銀行のガバナンスにも変化がある可能性が予想された。

本分析は、1990 年代と 2000 年代以降で地域銀行の大株主構成の変化に注目し、大株主からのガバナンスの効果について、両期間の比較分析・検証を行った。その結果、90 年代はもちろん、2000 年以降においても、都市銀行や生命保険会社等が大株主で上位を占める地域銀行はエントレンチメント状態にあり、経営指標はそうでない銀行よりも劣後することがわかった。年金や外国人などの「機関投資家」が大株主として支配的な地域銀行は、2000 年代において、経営指標は良好であることも検出され、大株主からのガバナンスが有効になっている可能性が示唆された。

景気拡大期における全国信用金庫の利鞘分析

大阪産業大学　石橋 尚平

2002 年 1 月を景気の底とする「いざなみ景気」は、2007 年 11 月まで続いたとされ、戦後最長の景気拡大局面となった。しかし、外需依存度が強く、個人消費をはじめとする内需は力強さに欠けていた上に、経済の地域間格差も拡大した。また、その景気回復初期の 2002 年 10 月に、金融再生プログラムが発表された。同プログラムは政策の二重性があったと指摘されている。大手行に対して不良債権処理の数値目標を課す一方で、地域金融機関に対しては、リレバンの機能強化が目標とされたからである。ここで言う「リレバン」は欧米の研究で議論される Relationship Lending とは少し異なり、地域での資金供給能力拡大という実践的な側面があると考えられる。政策当局は地域格差が拡大する中で、地域の資金供給能力の強化を打ち出していた。

全体を数値としてみると、景気が跛行しつつもゆるやかに回復する中、信用金庫の貸出残高の伸びもゆるやかなものにとどまっている。ただしそれは全国で一様のものではない。地域差のみならず、信用金庫ごとの与信姿勢やリレバンの取組み姿勢にも、ばらつきがあったと考えられる。景気拡大期における信用金庫の預貸利鞘は、どのような要因が影響及ぼすのか。我々は Dealership Model を用いて、全国信用金庫の預貸利鞘の形成に影響を及ぼす様々な要因を分析した。

その結果、信用金庫の信用リスクに対するリスク回避的姿勢だけではなく、地域におけるマクロ経済変数に加え、リレバンの推進や事業区域の地勢学的要因が貸出金の利鞘に大きく影響を及ぼしていることが分かった。

地域金融の振興と地方銀行の役割などについての研究

玉川大学　高千穂　安長

地場企業への資金供給者であり、地域金融を担う存在であるため公共性が高い地域金融機関が融資の健全性確保の観点から、効率性、成長性、健全性による融資判断だけではなく、公共性の発揮の 1 例として、「目利き」などの能力の向上により担保、保証人などを徴求しないで融資を行うなどの奥深い活動が求められている。

そのような期待に応えるべく、金融庁はアクションプランを作成し、地銀等の実施すべきこと、金融庁として実施すべきことを指針として示した。

本稿では、研究対象を地域金融機関のうち地方銀行(以下、地銀)に限定し、先ず現状を把握した。この結果、地域総生産(県民所得)と地銀の自己資本比率、不良債権比率、預貸率、店舗数、中小企業融資残高、中小企業融資件数について有意な相関は見られなかった。なお、地銀と第二地銀では不良債権比率の分布に差はあるものの、分けて分析する必要性は見られなかった。

次に企業の活動を成功させる要因分析をヘスケット(2004)、シャイン(1999)などの組織についての先行研究を元に、地銀の活動を基に金融庁のアクションプランのテーマ毎に主要事項を、地銀の活動上、「組織体制」、「融資担当者のスキル」、「支店トップ」、「専門性を持つ外部との連携」に区分し、それぞれについて、地銀の置かれている現状を踏まえて研究した。

安全性、効率性、健全性という融資を行う際の基準の具体的指標として主要財務比率を一元的、画一的に融資判断を行うだけでは現在、地銀に寄せられている期待に応えられない。また、1 地銀当たり平均融資件数 108 千件、1 件当り平均融資金額 13 百万円といういわば多品種少量融資に対応するには、IT 整備による事務効率の向上はもちろん、融資事務のみならず、風評など重要な情報を察知し、解読できるように人脈、業界、税務、法務などの知識の具備とともに、公共性という意識を涵養する必要がある。

そのために、地銀トップから支店トップまでのリーダーシップ、外部環境の変化を読み取り対応できる的確な戦略の立案、これらの遂行を可能とする企業文化の醸成が求められている。

行政が示しているアクションプランは、比較的短期の目標となっているが、個々の地銀が置かれている現状を把握すれば、短期・中長期的という区分がなされた改善計画とその着実な実施が求められている。

以上

家計の資産選択行動における学歴効果の再考

一橋大学　北村　行伸
一橋大学大学院　内野　泰助

家計レベルのミクロデータの整備に伴い、ほとんどの先進諸国において、危険資産を保有する家計は全体の一部に留まること(限定市場参加)が明らかになっている。この点については、これまでに有力な仮説として、金融知識を背景とした参加コストの存在が指摘されている(Haliassos and Bertaut,1995)。参加コストの存否あるいは、参加コストそれ自体の推定については、米欧諸国の家計データを用いた研究が数多く蓄積されている(Vissing-Jorgensen,2002; Attanasio and Pairella,2006; Pairella,2007)。しかしながら、我々が知る限り、日本の家計に関する実証分析の蓄積は、ミクロデータの不足もあり未だ十分とはいえない。本稿の目的は、第一に日本の家計における限定市場参加が、金融知識を背景とした参加コストの存在と整合的かどうかを明らかにすることである。

この目的のために、本稿は、国内外で指摘されている学歴効果(学歴の高い世帯主をもつ家計ほど株式保有確率が高い現象)に再度注目した(Mankiw and Zeldes,1991: 海道,2007)。近年では、Ameriks and Zeldes(2004), Guiso et al.(2003)など一連の実証分析によって、ライフサイクルを通じた家計の危険資産保有確率の変化が明らかになっており、理論的にも、ライフサイクルを通じた金融資産蓄積水準の変化が資産選択決定行動に与える影響の重要性が指摘されている(Cocco,2004)。従って、記述統計上確認できる家計の危険資産保有割合の学歴差は、実際には金融知識以外の要因であるライフサイクルの異質性によっても説明される可能性があり、家計の学歴差が真に金融知識の差によって生じるのかを明らかにするためには、注意深い計測が必要である。

以上のような問題意識から、本稿は 1997 年から 2005 年までの NEEDS-RADAR 金融行動調査をもとに、Blinder-Oaxaca 法を適用し、大卒家計とそれ以外の家計間の危険資産保有確率格差のうちどの程度が参加コストの差として説明できるかについて接近を図る。しかし、危険資産保有決定は離散選択であり、線形モデルの分解である Blinder-Oaxaca の一連の方法では問題が生じることが知られていることから、我々は Fairlie(1999,2005)による非線形モデルへの応用方法を利用する。

本稿の実証分析によって、(１)学歴別家計グループ間の危険資産保有確率の格差のうち世帯属性の差によって説明できる部分は 3 割から 5 割に留まること、(2)説明される部分の殆どが勤務先規模、金融資産及び所得水準の平均的な差によって説明できること、が明らかになった。本稿の実証結果は、日本の家計の危険資産保有決定において、金融知識を背景とした参加コストの重要性を示唆するものである。

Are Chinese Stock Investors Watching Tokyo?: An Analysis with High-Frequency Data

大阪大学　筒井　義郎
関西学院大学　平山健二郎

国際的な株価の連関に関しては 1987 年のいわゆるブラック・マンデー以来、数多くの研究が存在し、主要国間では日次レベルでも株価の連関が報告されている。それらの多くの研究では、日次の終値データを使って研究している。しかし日本の場合、ヨーロッパやアメリカの証券取引所が開いている時間帯は東京証券取引所では取引が行われておらず、東京証券取引所が朝 9 時に開くときにしか海外の株価動向に反応することができない。そして終値が観察される午後 3 時までの間には数多くのニュースが入ってくるため、終値では海外の影響がただしく推計できない可能性がある。

その点で東京と上海・シンセンの間では、午前中 30 分（日本時間 10:30～11:00）、午後 1 時間（〃14:00-15:00）の時間帯で 3 つの証券取引所が同時に開いており、リアルタイムでお互いの株価の連関を計測できるというメリットがある。3 つの証券取引所のティック・データから 1 分収益率を計算し、2 変数 VAR を推計して、リアルタイムで相互にどのような影響を及ぼしているのか、あるいはいないのかを検証した。（標本期間は 2008 年 1 月 7 日から 2009 年 1 月 23 日であり、サンプル数は 21855 であった。）

株価水準は単位根を持つが、二カ国間ではエングル・グレンジャーのテストでは共和分は見つからず、通常の二変数 VAR を推計した。ただし、VAR を推計する際のラグ値のとりかたには一定の工夫を行った。一つは午前と午後の window の最初（の 10 分間）は中国の取引開始直後であるため、非取引時間の情報の蓄積への反応が大きく、日中間の相互連関をみるにはふさわしくないので、回帰分析の左辺の変数からは外すことにした。ただし、右辺のラグ変数としてはこれらは実際に参照されるデータなので含めることにした。

グレンジャー因果性のテストとインパルス応答関数（IRF）・分散分解などを計測したところ、典型的な日次データの場合に比べて、日中間の株価の連関は定量的にはかなり小さなものであることが判明した。また東京は上海とシンセンの株価の変動に反応しているが、上海とくにシンセンは東京の動きに反応していないことが分かった。

中国企業の海外直接投資のパターンと決定要因について

秋田県立大学　宮本　道子
秋田県立大学大学院　魯　　欣
秋田県立大学　嶋崎　善章

中国経済は、1978年末の開放政策への転換以降、1980年から年率9%で成長し、中国からの輸出は、2005年から2008年の上半期までの間に22%ものハイペースで伸びた。中国経済の高成長を支えてきた重要な要因として、積極的な外資導入、特に外資系企業による直接投資の受け入れが上げられる（姫梅　2006）[1]。その一方、中国企業による対外直接投資は、資本規制の一環として厳しく制限されたこともあって、非常に小規模にとどまっていたが、近年、純粋な利益拡大化のための企業行為ではなく、産業政策や安全保障といった中国政府の意図も反映し、急速に増えてきた（関　2008）[2]。

2006年度中国対外直接投資統計公報によると、全世界に対する中国企業の直接投資は合計で約176億ドルに上り、前年度比で43.8%の伸び率となり、2004年度（55億ドル）と比べると3倍以上となった。

1976年から1987年に掛けて日本企業によるアメリカの製造業の直接投資の増加が見られたが、そのときは日本における技術的優位性と技術資産が日本企業の海外直接投資における決定要因として見られた（Kogut and Chang 1991）[3]。Kogut and Chang　(1991)は、海外直接投資と無形資産であるマーケティング能力、本国政府の政策、アメリカ子会社の経済活動の大きさの関連性などについても触れている。

中国企業の海外直接投資にはどのようなパターンが見られるだろうか？産業によって、また投資先によって、どのように行動しているだろうか？中国企業の海外投資活動は、アメリカ、ヨーロッパ、日本において同じであろうか？中国企業の海外投資活動は、先進国による海外直接投資活動と同じであろうか、また、どう異なっているであろうか？中国企業が海外投資をするときは、何に焦点を当てているのだろうか？

本研究は、これらの疑問に対し、Ozawa(1979)[4]が提案したFDI理論を用いて、中国企業の海外投資のパターンとその決定要因について考察する。

また、中国企業の海外直接投資は国有企業が多いので、その影響についても調べてみる。

---

1 姫梅「中国経済における外資系企業の役割」大阪産業大学経済論集　Vol.7, No.3(20060630) pp. 421-435。

2 関志雄「本格化する中国企業の対外直接投資」中国経済新論―世界の中の中国。
http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/080205world.htm　平成 21 年 3 月 11 日確認。

3 Kogut, Bruce, and Sea Jin Chang.（1991）“Technological Capabilities and Japanese Foreign Direct Investment in the United States,” Review of Economics and Statistics 63, Aug., 401-413.

4 Ozawa, Terutomo. (1979)”International Investment and Industrial Structure: New Theoretical Implications from the Japanese Experience,” Oxford Economic Papers, 31 (March), 72-92.

中国の保険業における規模の経済性と競争度

東京大学　袁　　媛
関東学院大学　松田　琢磨

2001 年には中国が世界貿易機関（WTO）に加盟したことで外資系の保険会社が中国の市場へ参入しやすくなった。外国資本の参入による外資系保険会社の競争のほかに、中国系の保険会者の間の競争も激しい。しかし、中国の保険市場の 50%以上のシェアは民営化したかつての国有保険会社に占められていることから、中国の保険業の競争度は低いと考えられている。この研究では生命保険と財産保険の産業組織的な相違性と共通性を分析し、WTO の加盟による中国の保険業の変化を試みる。本稿では 1999-2003 年の中国の保険業にパネルデータを用いて、規模の経済性と競争度の指標である Panzar-Rosse の H 統計量を推定している。

本稿の分析結果からは、保険料収入を規模と見た場合、生命保険業と損保保険業は両方とも規模の経済性を持つことが示された。総資産を規模とみなした場合は、生命保険業は規模の経済性を常に持つものの、損害保険業では 2001 年以降は規模の経済性を持っていないことがわかった。また、競争度については、生命保険業と損害保険業の両方とも 2001 年以降競争度が低くなる傾向があることがわかった。

JEL classification: G22; D21; L10
Keywords: Insurance; Scale Economy; Competitiveness; China

米国における ABL の市場動向と、その底流にある考え方：借手企業の事業継続を重視する濃密な関係性の構築

日本政策金融公庫　海上 泰生

米国でのアセット・ベースト・レンディング（ABL）の実績は、非金融企業の総借入残高の 2 割前後を占めるとともに、2008 年実績でも前年比 8.3%伸長し、その結果 1990 年対比 6 倍以上の規模に達している。今次金融危機以前に急速に伸長しただけでなく、同危機後においても、ABL には根強いニーズがあることがわかる。同危機に対する反省もあって、過剰なレバレッジに頼らない着実な金融手段としての ABL の性格が、改めて評価されているものと言えよう。

この ABL については、「担保処分を前提とした換価価値に基づく融資手法」という点がしばしば強調されている。確かに、通常貸出の際に動産等を「添え担保」として徴求するケースのように中核的な回収原資の位置づけにない担保と、この ABL における担保を混同してはならない。しかしながら、ABL が担保の換価処分を当然のごとく見込んでいるという考え方には、若干の修正が必要である。

本報告では、まず、米国において急速に拡大する ABL 市場の概要と、主要なプレーヤーの働きを紹介する。その後、米国現地の金融機関等 12 社を対象に実施した詳細なインタビュー調査を基にして、米国 ABL の底流にある、借手企業の事業継続（Going Concern）を重視する考え方とその実際運用の詳細を明らかにする。併せて、期中のモニタリング等に現れる ABL レンダーと借手企業の間の濃密な関係性（ある種のリレーションシップ）に注目し、ABL に対する既存の整理とは異なる見解があり得ることを示す。

具体的には、現地インタビュー調査の結果等に基づき、実際の現場で ABL の与信判断や期中モニタリングの仕組みがどのように構築されているかを紹介する。これにより、米国の ABL に息づく Going Concern の考え方が明らかになるとともに、おそらくこれまで考えられていた以上に顧客との関係性が重要視されている実態が示される。加えて、先行研究において、これまでトランザクション・バンキングの一環として整理されてきた ABL が、少なくとも米国の融資現場では、異なるイメージが抱かれており、むしろリレーションシップ・バンキングの一環として捉えられている事実を紹介する。

こうしたことから、ABL には、少なくとも、リレーションシップ・バンキングの本旨に通じる性格が備わっていると主張できる。

Global Financial Crisis and US Interest Rate Swap Spreads

新潟大学　伊藤　隆康

本稿では､米国のサブプライムローン問題に端を発する世界金融危機における米国の資本市場、特に国債市場と金利スワップ市場に焦点を当てる。具体的には、世界金融危機に入る前の期間（標本 A）と金融危機における期間（標本 B）のそれぞれにおける米国の金利スワップスプレッド（2 年物と 10 年物）の決定要因を検証する。金利スワップスプレッドの決定要因として、信用リスク、イールドカーブの傾き、TED スプレッド、ボラティリティーを用いる。信用リスクには、AAA 社債スプレッド（社債利回りから国債利回りを引いたもの）と BAA 社債スプレッドをそれぞれ用いる。

AAA 社債スプレッドは、標本 A と標本 B のそれぞれにおいて、金利スワップスプレッドの正の決定要因であった。言い換えれば、AAA 社債スプレッドが拡大すれば、金利スワップスプレッドは拡大していた。一方、BAA 社債スプレッドは、標本 A において AAA 社債スプレッドと同様の結果となったが、標本 B において、BAA 社債スプレッドの拡大は金利スワップスプレッドの縮小要因となっていた。AAA 社債スプレッドと BAA 社債スプレッドの相関係数は、標本 A においては 0.941、標本 B においては 0.232 であった。このことから金融危機を契機に AAA と BAA の信用リスクは異質のものになったと考えられる。

イールドカーブの傾きは、標本 A と標本 B において、2 年物の金利スワップスプレッドの正の決定要因となっていた。流動性リスクをあらわす TED スプレッドは、標本 A における 2 年物と 10 年物の金利スワップスプレッドと標本 B における 2 年物の金利スワップスプレッドの拡大要因であった。ボラティリティーの影響は標本 A においては小さかったが、標本 B においてプラスの大きめの影響が確認できた。金融危機が始まる前には FRB（米連邦準備制度理事会）による金融政策は比較的安定していたが、金融危機を契機に金融政策の先行きの予想に関する不確実性が高まった。このため上昇したボラティリティーが金利スワップスプレッドに与える影響が強まったと考えられる。

Keywords: Financial Crisis, Swap spread, Credit Risk, TED Spread

JEL Classifications: E43, E52

シャドーバンキングの発展とヘッジファンド

埼玉大学　関村　正悟

証券化商品の取引される場としての金融システム、シャドウバンキングの実相の解明。ABCP が住宅ローンを支える資金循環構造を解明したうえで、ABCP の主な買手が MMF であったこと、その MMF がヘッジファンドの余剰資金に左右されるという構造、シャドウバンキングの具体的な動向を解明した。リーマン破綻による短期金融市場の機能停止を生み出した市場取引の構造、特にレポ市場、とそれを支えて発展してきた証券貸借業と投資銀行のレバレッジ拡大、市場取引を通じた信用拡大の関連のメカニズムを市場構造を中心に解明した。投資銀行という投資主体の業務を、ヘッジファンドとの関連で、特にレバレッジを生み出すメカニズムの中心となるレポ取引の特殊な慣行、つまりリハイポセケーションセケーション=担保の使い回しを詳細に説明した。

一旦レポ市場で金融仲介機関が破綻すると、システッミクリスクに転化する重要な原因となること、投資銀行の資金調達が短期資金であるレポ市場に過度に依存することによりヘッジファンドへの融資拡大が可能になり、レポの重層的な繰り返し積み重ねによる金融システム全体のレバレッジを高めてしまう構造を指摘した。レポ取引の担保の範囲が MBS などのサブプライムローンを担保とした証券化商品まで拡大しており、いったん担保評価に不信が発生すると取引の連鎖が逆流する関連を解明した。

シャドウバンキングと呼ばれる投資銀行ーヘッジファンドの資金仲介プロセスと証券市場を通じた金融発展と証券貸借業の発展と関連で位置づけたうえで、担保金融の対象として不動産証券化商品が使用されそれが大量な規模になったとき、住宅価格の下落が一挙に証券化商品の担保価値を引き下げるメカニズムを指摘した。投資銀行のビジネスモデルのコアとして発達したトレーディング、さらに９０年代後半に飛躍したヘッジファンドビジネスとしてのプライムブローカー業務を解明することが中心課題となった。

ABCP から MMF、MMF とレポ、投資銀行のレポ依存の資金調達の短期化とヘッジファンドへのエクスポージャーの増加がレバレッジの拡大し、投資銀行の B/S の拡大のメカニズムを投資銀行の行動構造をいわば食物連鎖の追跡のような分析をおこなった。その結果、投資銀行とトレーディング業務の不可分性、トレーディング業務と資金調達業務を結びつけるレポ市場、ヘッジファンドへのレバレッジの供給者としての投資銀行とバランスシートの拡大、それを支える証券貸借業の発展が相互依存的に金融拡大をもたらした米国のシャドウバンキングシステムの全体像と其の細部を解明した。

〈共通論題〉

国際金融危機の原因と金融規制改革のあり方

一橋大学　武田　真彦

１．国際金融危機の原因としての「米国問題」

一般に問題の再発を防ぐには、原因の正しい理解が不可欠。今次国際金融危機の原因には諸説あるが、直接の引き金となったサブ・プライム問題がなぜ起こったかではなく、それがなぜこれほど大きく、かつグローバルな問題に発展したのかという点に着目すると、米国の金融・経済が世界に占める特殊な地位に気づく。バブルの発生・崩壊の例は歴史上数多いが、真にグローバルな影響を持ったのは米国におけるバブルのみではないか。

２．上記認識を踏まえて、問題の再発を防ぐには...

米国におけるバブルの発生・崩壊を防げばよい。金融規制改革に限らず、マクロ金融・財政政策、資本フロー、更にはコーポレート・ガバナンスや法制度なども含めて、米国というシステミック・リスクが極めて大きな国における行き過ぎを如何に防ぐかを念頭に、そのあるべき姿が構想されるべき。米国に discipline をかけるため、バイ、マルチ（G20）、国際機関（IMF）といったあらゆるチャンネルを活用する必要あり。

３．「米国問題」防止の観点から、新しい金融規制はどうあるべきか

この問いに答えるのは容易でない。例えば金融規制は多種多様で、何がどう効くのか、必ずしもはっきりせず、数多い個別規制手段を論じ始めるときりがない。また金融取引は highly mobile なため、各国間で規制の「共通化」が目指されてきており、米国だけに特別な規制を課すことは困難。

ただ理念的には、どのような規制体系を構築するにせよ、「それが米国（のような金融先進国）でどのように適用され、バブルやシステミック・リスクの顕現化を防ぐ上で効果的かどうか」を基準に、評価が行われるべき。また、「ルールの制定は市場に追い付けない」という事実にどう対処するか、macro-prudential policy の役割をどう考えるかについても要検討。

４．現実には何が起こりつつあるのか

上記議論を念頭に米国の規制改革案（本年 6 月公表）や G20 合意をレビューし、導入が決まりつつある幾つかの規制の含意・問題点や、わが国に対する影響を論じる。

〈共通論題〉

世界金融危機後の金融規制：
G20 等国際会議における議論と各国の対応

財務省国際局　中尾　武彦

１．危機の根本的な原因は金融システムの問題とマクロ的環境（金融サミット宣言（2008 年 11 月 15 日）抜粋）

(1) 高い成長、資本フローの伸び、安定が続いた期間に、市場参加者はリスクの適正評価なしに高利回りを求め、脆弱な引受け基準、不健全なリスク管理慣行、複雑で不透明な金融商品と、結果としての過度のレバレッジが、システムを脆弱にした。また、いくつかの先進国では、政策・規制当局はリスクを適切に評価せず、金融の技術革新に遅れた。

(2) 背後にある主な要素は、一貫性と調整のないマクロ経済政策と不十分な構造改革などであり、これらが世界的マクロ経済上の持続不可能な結果を導いた。

２．G7・G20 等の国際会議で議論されてきた危機への対応策

(1) 金融危機への対応

中央銀行による流動性供給、預金保険、銀行の債務の保証、公的資金による資本増強、不良資産の切り離し、国営化、企業再生、市場対策など

(2) 実体経済減速へのマクロ経済政策による対応

金利引下げ、減税・公共投資などの財政拡大、出口戦略の検討

(3) 途上国支援

IMF・世銀・アジア開銀などの国際金融機関の活用、地域的な連携、二国間支援の可能性、輸出信用機関や貿易保険も活用した貿易金融の促進

(4) 金融セクターの規制・監督体制の見直し

資本規制、レバレッジ規制、報酬体系、流動性リスク、オフバランスのＳＰＣ等、格付機関、投資銀行・ヘッジファンド等の非預金受入機関、システム上重要な機関の監督のあり方、OTC の派生商品の集中決済、会計基準、監督カレッジ、クロスボーダーの破綻処理制度、マクロ・プルーデンス、監督体制の見直し

(5) 国際金融機関・制度の改革

IMF の資金基盤強化・支援手法改善、IMF や世銀のガバナンス、世銀及びアジア開銀等地域開発銀行の増資問題、金融安定化フォーラムのメンバーシップと強化

3. 監督・規制のあり方への含意

・ 危機の中で預金保険の拡大、銀行の債務の保証、資本注入など公的関与が強まっているが、自国企業優先の金融保護主義は避けるべき。国際競争への影響もあるので、exit policy には国際的協調が必要。

- 金融セクターは市場機能を最大限生かすべきであり、日本の場合更なる革新が必要。一方、金融は情報の非対称性や公共財的な性格から規制が必要な分野。インセンティブが歪んでいる部分への対応も重要。
- 金融セクター政策の目的は、①金融システムの安定、②預金者・投資家の保護、③市場の健全性維持。①に関し、預金・決済システムの維持確保とともに、短期市場、債券市場や貸出しの機能の重要性を再認識。
- 米国の５大投資銀行は破綻（リーマンブラザーズ)、買収（ベアスターンズ、メリルリンチ)、商業銀行化（ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー)。ブームを次々に作り、高いレバレッジによる投資で資本、経営陣への高いリターンを上げる手法は限界。他方、債券や株式の引受け、M&A のアドバイス、自己資金による M&A 等への投資など、「投資銀行業務」は引き続き重要。日本においては更に強化すべき分野。
- 財務省、金融庁、中央銀行には相互に独立性が必要（財政バランスの維持、金融機関の破綻処理の迅速な実施、物価の安定、という目標に利益相反の側面)。同時に、危機予防・処理は 3 者の連携が不可欠な分野。
- 米欧で金融システム安定の観点からの金融監督体制強化の動き。米国の場合、FRB が銀行かどうかにかかわらずシステム上重要な金融機関への監督権を持つとともに、財務大臣を議長とする金融安定監督評議会を創設する改革案を検討中。

〈共通論題〉

日本のプルーデンス政策

明治大学　黒田　晁生

本報告では、1996 年 11 月の「日本版ビッグバン」構想、1997 年 6 月の「日本銀行法」改正（1998 年 4 月から施行)、1998 年 6 月の金融監督庁設立（その後、2000 年 7 月に衣替えして金融庁の設立）という一連の金融大改革を経て、日本のプルーデンス政策（および金融政策）の枠組みがどのように形成されてきたのかを簡単にレビューするとともに、アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した今回の世界的な金融危機の後で主要国の金融当局や国際機関が一斉に金融規制監督を強化する方向に動きつつある中で、日本のプルーデンス政策（および金融政策）をどのように変えていくべきなのかについて若干の私見を述べる。

１．金融庁の果たすべき役割

旧大蔵省から分離される形で設立された金融庁は、金融行政の目的として、①金融システムの安定、②利用者の保護、③公正・透明な市場の確立と維持―の３つを掲げている。

旧大蔵省時代の金融行政がさまざまな競争制限的規制によって特徴付けられたいわゆる「護送船団行政」であり、「通達行政」とも称された裁量的な規制監督であったのに対して、金融庁の下での金融行政は、金融自由化と市場の育成を図る中で市場規律重視型へと変化してきている。また、最近では、ルール・ベースの規制監督とプリンシプル・ベースの規制監督の最適な組み合わせとしての「ベター・レギュレーション」を目指している。

旧大蔵省は、主要な金融機関のほとんどに対する監督官庁ではありながら、実際には「局あって省なし」と称されたように、銀行・証券・保険など業態ごとに異なる規制監督によって特徴付けられていた。金融庁への移行後においては、規制監督の網を更に広げることによって、ノンバンクなど一部を除けば、一元的な金融規制監督体制をほぼ確立している。もっとも、旧大蔵省時代に築かれた業態ごとの規制監督体制の残滓はいまだに見受けられるとおりであり、業態を超えた包括的な規制監督の構築は今後の課題といえよう。

今回の世界的な金融危機で明らかになったのは、金融危機の予防と対応の両面において、個々の金融機関の健全性確保を狙いとしたミクロ・プルーデンス政策のみでは不十分であり、金融システム全体の安定性を狙いとしたマクロ・プルーデンス政策も重要だということである。金融庁が日本におけるマクロ・プルーデンス政策の主体となることを求められているとすれば、海外当局や国際機関との連携、金融市場動向の把握などについて日本銀行とのより緊密な連携が求められよう。

２．日本銀行の果たすべき役割

「日本銀行法」改正後における日本銀行は、旧「日本銀行法」の下でと同様に、「物価の安定」のために金融政策の決定と実行に当ると同時に、「金融システムの安定性・健全性維持（信用秩序の維持)」のために決済システムの運営管理、考査・モニタリング、「最後の貸し手」としての資金供給などを行っている。

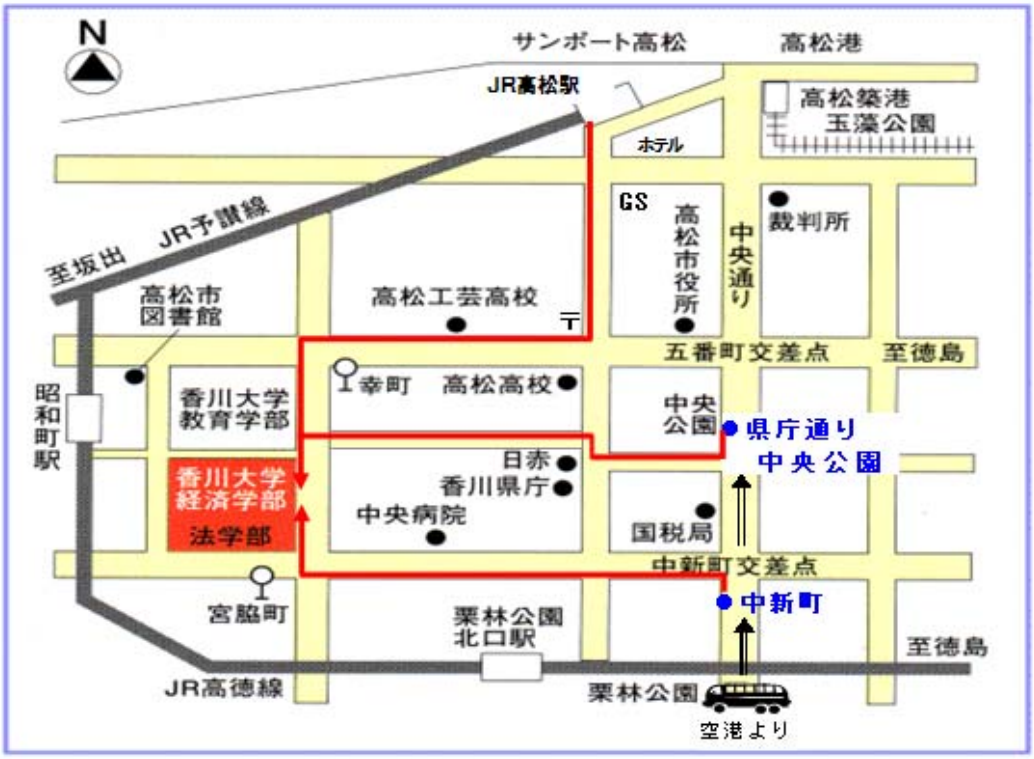
旧「日本銀行法」下の日本銀行は、1980 年代後半にはバブルの発生を食い止めることができなかった。プラザ合意移行における国際協調路線に基づいて内外政府から低金利の持続を求められたとの背景はあったが、日本銀行自身としても物価安定と経済成長が両立する状況下、あえて資産価格の高騰抑制には踏み切れなかったとのも事実であった。一方、バブル崩壊後の 1990 年代には不良債権処理の遅れから金融システム危機を招来し、デフレーションが長期化するに及んで、日本銀行はゼロ金利政策から量的緩和政策にいたる異例の金融緩和を余儀なくされた。

日本銀行の金融政策の目標として物価安定と並んでバブルの防止を採用することは、物価安定こそがバブルの温床となる可能性があることを考慮すると実際には実現困難であろう。また、バブル防止の観点から金融システム全体のレバレッジなどをチェックするマクロ・プルーデンス政策の運営については、日本の場合、金融庁が中心となるのが素直な考え方であろう。

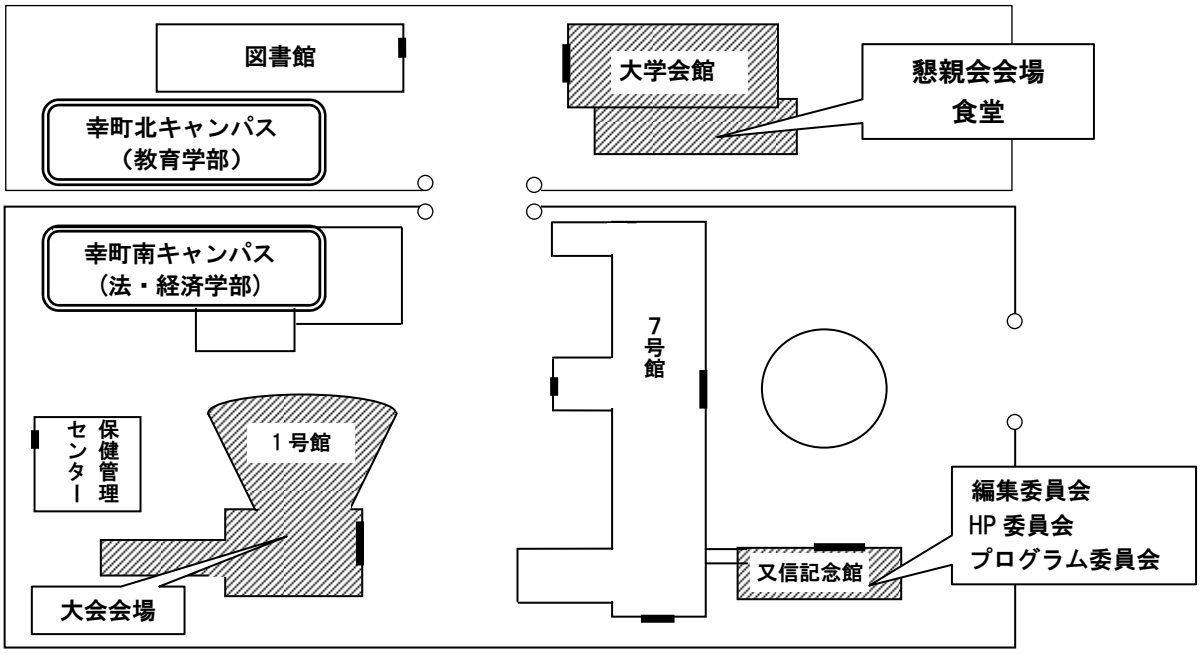
一方、今回の世界的な金融危機では、システミックな流動性危機に際しては、中央銀行の果断な流動性供給策が有効であることが改めて確認されたといえよう。もちろん、「最後の貸し手」機能の乱発が借り手のモラル・ハザードを招く危険性には十分に配慮する必要があるが、危機に際しての流動性供給については日本銀行としても今後は柔軟な対応が求められる。

会場アクセスマップ

■ 周 辺 地 図



■ 交 通 案 内 （JR 高松駅へは、JR 岡山駅より快速マリンライナーで約 55 分）

JR高松駅	コトデンバス（２番のりば）	11 下笠居線　昭和町・市図書館・弓弦羽行	幸町下車、徒歩 2～3 分
		13 下笠居線　県庁前・中央病院・弓弦羽行	宮脇町下車、徒歩 2～3 分
		15 香西線　県庁前・中央病院・香西車庫行	宮脇町下車、徒歩 2～3 分
	タクシー		約 10 分
	徒歩		約 25 分
	ＪＲ高徳線	高徳線乗換え	昭和町駅下車、徒歩 5 分
空港	高松空港 リムジンバス	時刻表: www.kotoden.co.jp/publichtm/bus/limousine/index.html	中新町又は県庁通り下車 徒歩 10～15 分
	タクシー		約 30 分

■構内配置図　（構内は全面禁煙です。ご協力をお願いします。）